

TARTU ÜLIKOOL

Pärnu kolledž

Ettevõtluse osakond

Pille Lõhmus

**EESTI RIIKLIKU RISKIKAPITALIFONDI
FONDIVALITSEJA AS SMARTCAP
MITTEMATERIAALNE PANUS
PORTFELLIETTEVÕTETE ARENGULE**

Bakalaureusetöö

Juhendaja: Margus Kõomägi, MA

Pärnu 2017

Soovitan suunata kaitsmisele

(juhendaja allkiri)

Kaitsmisele lubatud “...“ a.

TÜ Pärnu kolledži osakonna juhataja

.....

(osakonna juhataja nimi ja allkiri)

Olen koostanud töö iseseisvalt. Kõik töö koostamisel kasutatud teiste autorite tööd, põhimõttelised seisukohad, kirjandusallikatest ja mujalt pärinevad andmed on viidatud.

.....

(töö autori allkiri)

SISUKORD

Sissejuhatus	4
1. Riskikapital ja selle mittemateriaalne lisandväärtus	7
1.1 Riskikapital ja selle kasutamine ettevõtte finantseerimisallikana	7
1.2. Riskikapitali pakkujad	13
1.3. Riskikapitali mittemateriaalne lisandväärtus	19
2. Riskikapitali mittemateriaalse lisandväärtuse analüüs AS SmartCap portfelli kuuluvates ettevõtetes	26
2.1. Riskikapitali pakkujad Eestis	26
2.2. Analüüsi valimisse kaasatud portfelli ettevõtted	30
2.3. Riskikapitali mittemateriaalse lisandväärtuse analüüs AS SmartCap portfelli ettevõtetes	32
2.4. ASi SmartCap portfelli ettevõtete mittemateriaalse lisandväärtuse analüüsi järeldused ja ettepanekud	44
Kokkuvõte	47
Viidatud allikad	51
Lisad	56
Lisa 1. AS SmartCap portfelli kuuluvad ettevõtted	56
Lisa 2. Riskikapitali lisandväärtuse küsimustik	59
Lisa 3. AS SmartCap portfelli haldurid	61
Summary	63

SISSEJUHATUS

Peamiseks eduteguriks ettevõtte juhtimise ja arendamise juures on teadmised, kogemused ning oskused. Tihedas konkurentsias saab ettevõttele määravaks õige ja põhjalikult välja töötatud strateegia. Lisaks rahale napib noortel ja alustavatel ettevõtetel sageli ka kogemusi ja teadmisi õigete valikute ja otsuste tegemiseks. Alustavad ja tundmatud ettevõtted vajavad kiires arenemisfaasis lisaks kapitalile ka toetust toote- või teenusepakettide väljatöötamisel, turundustegevustes, kontaktide loomisel ning ka finantseerimisalastes küsimustes. Üheks võimalikuks viisiks selliste probleemide lahendamisel on riskikapitalisti kaasamine ettevõtte arengusse. Riskikapitaliga kaasneb tavaliselt ka riskikapitalistide isiklik panus paigutatud vahendite edukamaks kasvatamiseks nende teadmiste, kogemuste ja kontaktvõrgustiku toel.

Reeglina kaasneb suurema riskikapitali investeringuga ka suurem riskikapitalistide panus portfelli ettevõtte tegevusse. See väljendub enamasti osalemisega ettevõtte nõukogu töös, abis strateegia väljatöötamise, juhtkonna valimistes, kontaktvõrgustiku ja maine kujundamises jne. Oma olemuselt on investeerimine alustavate ettevõtete omakapitali väga kõrge riskiga tegevus, kuid suure kogemustepagasiga investorite oskuslikul sekkumisel on võimalik portfelli ettevõtete tulemusi olulisel määral mõjutada.

Käesolev bakalaureusetöö keskendub riskikapitali lisandväärtuse loomise etapile, mis on aktuaalne eelkõige seetõttu, et riskikapitali kaasanud ettevõtete tulemusi investeringute järgselt ning riiklikku riskikapitali investeringute portfelli on Eestis vähe uuritud. Fondihaldurid keskenduvad investeringute monitoorimisel peamiselt portfelli ettevõtete majandusnäitajate jälgimisele. Avalikkusele selliste tulemuste sünteesi ei publitseerita, seda isegi mitte üldistatud kujul. Mittemateriaalne panus selles etapis aga jäetakse enamasti sootuks tähelepanuta ning selle mõju kogu investeringu edukuse või ebaõnnestumise juures analüüsimata.

Töös käsitletakse täpsemalt ASi SmartCap kui Eesti riikliku riskikapitalifondi fondivalitseja panust oma portfelli kuuluvate ettevõtete arengusse, et selgitada riskikapitali mittemateriaalse lisandväärtuse olulisust investeringu kestel. Bakalaureusetöö eesmärgiks on välja selgitada Arengufondi tütarettevõtte, ASi SmartCap, fondihaldurite poolt antud mittemateriaalne lisandväärtus portfelli kuuluvatele ettevõtetele. Lisaks huvitas autorit ka riskikapitali kaasanud ettevõtete hinnang mittemateriaalse lisandväärtuse olulisuse kohta erinevate finantseerimisallikate vahel valides.

Selleks on autor püstitanud järgmised uurimisülesanded:

- anda ülevaade riskikapitalist kui ühest ettevõtte võimalikust finantseerimisallikast, käsitleda selle elutsüklit ning analüüsida ja võrrelda erinevate autorite riskikapitali mittemateriaalse lisandväärtuse uurimuste tulemusi;
- selgitada välja, mil viisil panustab riikliku riskikapitalifondi fondivalitsemiseks loodud ettevõtte Eesti kõrge kasvupotentsiaaliga ettevõtete arengusse, sh uurida fondihaldurite poolt antavat mittemateriaalset lisandväärtust portfelli kuuluvate ettevõtetele;
- viia läbi uuring ja küsitluse tulemusena selgitada välja, milliseks hindavad riskikapitali investeringu saanud ettevõtted ise ASi SmartCap portfelli haldurite panust portfelli ettevõtetele ja kuivõrd oluliseks peetakse mittemateriaalset lisandväärtust riskikapitali investeringu kasuks otsustamisel;
- võrrelda uuringu tulemusi varasemalt Eestis riskikapitali kaasanud ettevõtete seas läbiviidud uuringute tulemustega ning selgitada, kas seisukohad riskikapitali mittemateriaalse lisandväärtuse kasulikkuse osas on ajas muutunud.

Bakalaureusetöö jaguneb kaheks osaks, mis omakorda jagunevad alapeatükkideks. Töö esimene ehk teoreetiline osa tugineb erinevatele teaduslikele allikatele ning autoritele Ante, Bianca, Bloomfield, Bragg, Casson, Demaria, Juhkam, Kakko, Kocis, Kõomägi, Landström, Liblik, Metrick, Ots, Raudsepp, Roos, Sander, Smith, Teten, Tidd jt., mille abil analüüsitakse riskikapitali olemust, selle pakkujaid ning mittemateriaalset lisandväärtust.

Töö teine osa keskendub Arengufondi kui Eesti riikliku riskikapitalifondi eesmärkide täitmiseks asutatud ASi SmartCap portfelli kuuluvate ettevõtete uurimisele. Otsitakse vastuseid, millisel määral on ASi SmartCap portfelli haldurite poolt panustatud mittemateriaalne lisandväärtus mõjutanud valimi ettevõtete arengut. Selleks küsitletakse kõikide portfelli kuuluvate ettevõtete esindajaid ning palutakse ASi SmartCap portfelli halduritel hinnata, millist liiki mittemateriaalset panust on ettevõtted nende hinnangul kõige enam vajanud ja millist liiki panusest on kõige suurem puudus. Seejärel analüüsitakse saadud vastuseid ja võrreldakse erinevate osapoolte hinnanguid.

Riskikapitali mittemateriaalse väärtuse hindamiseks seatud uurimisülesannete täitmiseks kasutatakse metoodiliselt kvalitatiivsele uuringule omaseid võtteid. Hinnangute saamiseks intervjueritakse portfelli haldureid ning küsitletakse veebiküsitluse kaudu portfelli ettevõtete esindajaid, et paluda nende seisukohti riskikapitali mittemateriaalse panuse kohta ettevõtte arengus.

Töö koostamisel on lähtutud Tartu Ülikooli Pärnu kolledži 29.12.2015 direktori korraldusega nr 2-1.11/PC/539 kinnitatud üliõpilaste kirjalike tööde juhendist.

1. RISKIKAPITAL JA SELLE MITTEMATERIAALNE LISANDVÄÄRTUS

1.1 Riskikapital ja selle kasutamine ettevõtte finantseerimisallikana

Ettevõtlusega tegelemise eelduseks on läbimõeldud äriidee. Reeglina vajab aga äriidee teostamine algkapitali ning ettevõtte kasvatamine täiendavaid rahalisi vahendeid. Ettevõtte rahastamiseks on erinevaid võimalusi ning erinevatel arenguetappidel on igal neist ettevõtte jaoks omad plussid ja miinused. Käesolevas peatükis käsitletakse ettevõtte rahastamise erinevaid viise ning vaadeldakse nende sobivust ettevõtte erinevate arenguetappidega. Lähemalt keskendutakse riskikapitali kui välise omakapitali allika mõiste ja investeerimisprotsessi käsitlemisele.

Mistahes suurusega ettevõtte vajab mingil hetkel oma arenguloos tõenäoliselt täiendavat finantseerimist, mis jooksvast tegevusest saadavat rahakäibe mahtu ületaks. See võib olla tingitud äkilisest kasvuspurdist, mis nõuab suures mahus käibekapitali, võimsuse suurendamisest, mis tingib täiendavaid põhivarasid, äkilisest äritegevuse langusest, mis nõuab üldkulude katmiseks täiendavat raha, või ka hooajalisest tegevusest, mis nõuab täiendavat raha hooajalisel perioodil. Erinevat laadi rahanappus nõuab erinevaid finantseerimisviise. (Bragg, 2005, lk 225)

Ettevõtluse finantseerimiseks kasutatakse kas ettevõttesiseseid (nt aruandeaasta kasum) või –väliseid rahastamisallikaid (nt pangalaenu ja riskikapital). Enamasti kasutavad alustavad ettevõtjad finantseerimisallikana peamiselt isiklike sääste või sugulastelt-sõpradelt saadud raha. (Timošova, 2006, lk 102)

Väga paljudel juhtudel on siiski vajadus kaasata võõrkapitali. Seda eelkõige, kui tegemist on alustava ettevõttega või vajatakse kiireks arenguks korraga suuremat

investeeringut. Bloomfield jagab võõrkapitali vajaduse võimalikud põhjused neljaks: uue ettevõtte asutamine, olemasoleva ettevõtte arendamine, ettevõtte osanike muutus või äri päästmine langusest. (Bloomfield, 2005, lk 25) Ettevõtte võõrfinantseerimise põhilisteks vormideks on spontaansed allikad, ostjate ettemaksed, kaubakrediit, pangalaenu, sihtotstarbelised sooduslaenu, liising, faktooring, mitmesugused väliskaubandustehingute rahastamise vormid (nt akreditiivid, inkassod, aktseptkrediidid, jt) ning finantseerimine võlakirjade abil (Raudsepp & Ivanova, 2006, lk 119).

Tegevust alustaval väike- ja keskmise suurusega ettevõtjal on tunduvalt raskem pangast laenu saada kui tegutseval suurettevõttel (Timošova, 2006, lk 102). Suure riskiteguri tõttu on nende peamiseks välisfinantseeringu kaasamise võimaluseks erainvestorid, sealhulgas sõbrad, perekond, ingelinvestorid ja riskikapitalistid (*venture capitalists*). (Brigham jt, 2011, lk 8; Meginnson jt, 2008, lk 823) Välise finantseerimise kaasamine läbi omakapitali suurendamise tähendabki sisuliselt aktsiate või osakute väljalaskmist. Sellisel moel kaasatakse sealhulgas ka riskikapitalistide ja ingelinvestori finantseerimist, kus investeeringu vastu antakse osa või aktsiaid. (Small business..., 2012) Erinevate finantseerimisallikate seast valimisel saab oluliseimaks kriteeriumiks siiski kapitali hind, kuid ettevõtte peab arvestama ka muude teguritega, sh (Sander, 2004):

- finantseerimisvajaduse iseloomuga (ajutine või alaline);
- ettevõtte arenguetapiga;
- laenuandjate piirangute ja nõuetega (omafinantseerimise osa, tagatis jms);
- tulevaste rahavoogude iseloomuga (ajastus, riskitase, valuuta jms);
- ettevõtte juhtimisega seotud asjaoludega (kontrolliosaluse säilitamine, laenuandjate piirangud ettevõtte tegevusvabadusele jms).

Sellest lähtuvalt sõltub lisakapitali kaasamine lõppkokkuvõttes ettevõtte suurusest, arengufaasist, seatud eesmärkidest ja omanike taustast. Igal finantseerimisvormil on omad eelised ja puudused ning mõningatel juhtudel on võimalik erinevaid viise käsitleda alternatiividena. Näiteks investeerimisprojekti rahastamiseks võib ettevõtte lisaks omakapitalile kasutada investeerimislaenu ja/või liisingut ning emiteerida obligatsioone. Jooksva tegevuse võõrfinantseerimiseks kasutatakse lisaks käibekapitalilaenule ka kaubakrediiti, sest viimane on suhteliselt kergesti kättesaadav, konfidentsiaalne, ei vaja vahendajat ega eraldi krediidilepingut, on tavaliselt tasuta, kuid

teiselt poolt küllaltki lühiajaline ning seotud ostetavate kaupade ja teenustega. (Raudsepp & Ivanova, 2006, lk 119)

Kõomägi toob korporatsioonide ja ettevõtluse rahanduse lisandväärtuste võrdlemise juures lisaks välja, et ettevõtlusrahanduse puhul finantseerimine, sealjuures eriti väline omakapital, loob lisandväärtust ka teisiti kui rahana (usaldatavus, krediitdivõimelisus, oskusteave) ning selle seotust ettevõttega näitab omakapitalis osalemine, personali heaolu ja tugev pingutus (Kõomägi, 2006, lk 17). Samuti on selle olulisusele tähelepanu juhtinud Bianca ja Simona, kes eelkõige just alustavate ettevõtete kitsaskohtadena on välja toonud lisaks keerulisele seadlusandlusele ja rahaliste vahendite puudumisele ka alustavate ettevõtjate usalduskrediidi puudumise, mis on takistuseks suhtlemisel pankadega ja teiste võimalike partneritega. Rahaliste vahendite puudumisega käivad nende hinnangul alustavate ettevõtetega kaasas peamiselt ka puudulikud teadmised. (Bianca & Simona, 2012, lk 373-379)

Tabelis 1 on välja toodud alustava ettevõtte võimalikud kapitali kaasamise allikad erinevates arenguetappides. Vastavalt arenguetapile on erinevate võimaluste vahel valides määravaks ka ettevõtte omanike eelteadmised ning valmidus ja soov kontrolli ettevõtte üle jagada.

Tabel 1. Noore ettevõtte finantseerimisallikad

	Arendus- faas	Asutamis- faas	Varajane kasvufaas	Kiire kasvufaas	Väljumis- faas
Ettevõtja					
Sõbrad ja perekond					
Äriinglid					
Strateegiline partner					
Riskikapitalifondid					
Kindlustatud laenuandjad					
Riiklikud riskikapitalifondid					
Kaubakrediit					
Faktooring					
Hübriidfinantseerijad					
IPO					
Uued investorid, ühinemine					

Allikas: Smith & Smith, 2000

Uuendusliku idee ja läbimõeldud äriplaaniga ettevõtte on varajases ja kiires kasvufaasis määrgatavalt rohkem valikuid lisakapitali kaasamiseks. Nende hulka kuulub ka võimalus riskikapitali (*venture capital*) kaasamiseks. Riskikapital on üheks väliseks omakapitali allikaks, mida pakuvad äriinglid, riskikapitali fondid ja suurettevõtted. (Smith & Smith, 2000, lk 37) See on spetsiifiline ettevõtluse finantseerimise vorm, kuuludes laiemalt erakapitali (institutsionaalne-, korporatiivne-, eraisikute pakutav kapital, ingl.k. *private equity*) turul pakutavate finantseerimismeetodite hulka (Landström, 2007, lk 5). Riskikapital on suunatud ettevõtetele, mis ei osale otseselt rahaturgudel/börsidel ning millel on suur potentsiaal kiireks kasvuks ning läbilöögiks rahvusvahelistel turgudel (*Ibid*, lk 6).

Seega on riskikapitalistid erilist laadi finantseerijad, sest nad rahastavad väga suure riskiga projekte, mida arendatakse kiiresti muutuv keskkonnas (Teten jt, 2013). Tavaliselt ei investeerid riskikapitalistid enda raha, vaid on saanud rahalised vahendid kas erinevatelt institutsioonidelt või eraisikutelt. Viimased usaldavad oma finantsid riskikapitalistide hoolde just seetõttu, et neil endil napib kas oskuseid või muid vajalikke ressursse (näiteks aeg). Seega valivad nad enda raha investeerimisel partneriteks riskikapitalistid, kes omakorda paigutavad finantsid noortesse kasvavatesse ettevõtetesse. (Lerner, 2012, lk 7) Metrick ja Yasuda (2011) defineerivad riskikapitali ettevõtte läbi viie kriteeriumi:

- riskikapitali ettevõtte (fond) on finantsvahendaja, mis võtab investorite kapitali ja investeerib otse portfelli ettevõtetesse;
- riskikapitali ettevõtte (fond) investeerib ainult eraettevõtetesse, mis tähendab, et nende ettevõtete osakute/aktsiatega ei saa koheselt kaubelda rahaturgudel/börsidel;
- riskikapitali ettevõtte (fond) võtab aktiivse rolli portfelli ettevõtete jälgimisel ja abistamisel;
- riskikapitali ettevõtte (fondi) eesmärgiks on maksimeerida enda finantstulu olemasolevatel investeeringutelt läbi ettevõtte osaluse müügi või avaliku pakkumise (ingl.k initial public offering, IPO);
- riskikapitali ettevõtte (fond) investeerib, et rahastada ettevõtete sisemist kasvu.

Seega võib väita, et riskikapital on finantseerimise vorm, mis on eelkõige mõeldud kiire kasvupotentsiaaliga ettevõtetele ning millega kaasneb kapitali pakkuja poolne aktiivne ettevõtte arengu monitooring ning abi ettevõtte juhtimisel, eesmärgiga kiirendada ettevõtte kasvu (Wright & Robbie, 1998). Samuti võib väita, et riskikapitalistid tegutsevad ebakindlates tingimustes. Peamiselt on ebakindlus seotud riskidega, mis puudutavad tootearendust või toote kommertsialiseerimist. Iduettevõtete puhul võib riskid jagada kaheks - väliskeskkonnast tulenevad ning ettevõtte sisesed ehk vähestest teadmistest tulenevad (Abell & Nisar, 2007). Välisest keskkonnast võivad tuleneda näiteks muudatused sihtturu või klientide (ja investorite) poolt, mille tulemusel peab ettevõtte kiiresti oma strateegiat muutma (Venture capital..., 2007). Ettevõtte siseselt võidakse aga kokku puutuda probleemidega, et ei jätku piisavalt inimressurssi või muid organisatsiooni toimimiseks vajalikke ressursse, mistõttu toote/teenuse edukas turule toomine viibib (Abell & Nisar, 2007).

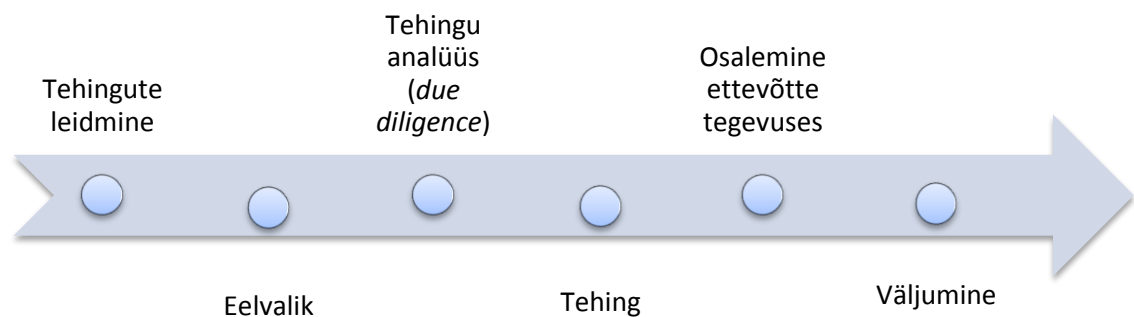
Rahastamisallikana kannab riskikapital kindlasti ka mõningat glamuuri ja seda seostatakse finantseerimisega väikestes, noortes, innovaatilise kõrgtehnoloogia ettevõtetesse, millest saavad tehnikatähed ja tuntud nimed nagu Apple, Genentecs, aBay või Amazon. Samuti seostatakse seda märkimisväärse kõrge riskiga tehingutega. (Casson jt, 2008, lk 357)

Riskikapitalistid investeerivad ettevõtetesse nende erinevates arenguetappides (Fitza jt, 2008). Metrick ja Yasuda (2010) jagavad iduettevõtete rahastuse nelja etappi:

- Seemne/stardi finantseeringu faasis kaasatakse suhteliselt väike kogus kapitali, et leiutaja või ettevõtja saaks tõestada oma toote või teenuse kontseptsiooni. Tegu on nõ turueelse etapiga. Reeglina on selles faasis investoriteks just äriinglid;
- Varase faasi finantseering pakub rahastust ettevõtetele toote- või teenusearenduse lõpetamiseks. Mõnel juhul on ka toode- või teenus juba turule toodud. Üldjuhul on selles faasis juba tegu institutsionaalsete investoritega;
- Kasvukapitali investeeringud keskenduvad ettevõtte kiireks arenguks vajaliku käibekapitali kaasamisele. Selles faasis finantseeritakse tootmist ja tootmiseks vajalike materjalide hankimist. Peamiselt kaasatakse kapitali institutsionaalsetelt investoritelt;

- Hilise faasi investeeringuid kaasavad stabiilse kasvuga ettevõtted, mis sageli on juba kasumlikud. Enamasti valmistuvad need ettevõtted juba börsile minekuks.

Riskikapitali investeeringud koosnevad enamjaolt sarnastest etappidest, mis algab riskikapitalifondi asutamisega ning lõpeb selle likvideerimisega. Keskmiselt kestab riskikapitalisti väärtusloome ettevõttes viis aastat ning väljumine võib võtta aega 2 -3 aastat. Kuigi paljude riksikapitalifondide eluiga on umbes 10 aastat, pikendatakse seda vajadusel, sest mõningatel juhtudel ei ole portfelli ettevõtteid selleks hetkeks veel piisavalt valmis riksikapitalisti väljumiseks. (Kakko, 2015) Riskikapitali investeerimisprotsessi etapid on ära toodud joonisel 1.



Joonis 1. Investeerimisprotsessi etapid. Allikas: Lahti, 2008, lk 5.

Kui riskikapitali investeeringut sooviv ettevõtte on suutnud läbida esimesed etapid ning leidnud potentsiaalse investori, jätkub protsess investeeringu teostamiseks kõige sobivama lahenduse väljatöötamisega. Riskikapitali investeerimise etapis kasutatakse tehingu teostamiseks erinevaid instrumente. Maailmas on riskikapitaliga finantseerimisel levinumaks instrumendiks konverteeritav eelisaktsia. Eelisaktsia (ingl.k. *preferred shares*) on omandiõigust tõendav väärtpaber, mis ei anna omanikule tavaliselt hääleõigust aktsionäride üldkoosolekul, kuid millel on eelisõigus dividendide jaotamisel. (Sander, 2004)

Kõige pikaajalisem etapp riskikapitali elutsüklis on väärtuse loomine, mille kestus vältab suurema enamuse kogu protsessi ajalisest mahust. Käesolevas töös keskendub autor riskikapitali kui ühe finantseerimisallika kitsamale käsitlemisele ning lahkab

sellega kaasnevaid väärtusi peamiselt just noortele ja suure kasvupotentsiaaliga ettevõtetele.

1.2. Riskikapitali pakkujad

Riskikapitali pakkumisega tegelevad erinevad investorid. Käesolevas alapeatükis antakse ülevaade erinevatest riskikapitali pakkujatest ning vaadeldakse nende sarnasusi ja erisusi riskikapitali investeringutele lähenemises.

Riskikapitalistid on üksikutest erainvestoritest (nn äriinglid, *Business Angels*) kuni suurte organisatsioonideni, kellel on selleks palgatud tuhandeid töötajaid (Casson jt, 2008, lk 353). Suures plaanis võib riskikapitali pakkujad jagada kolmeks:

- äriinglid ehk rikkad erainvestorid;
- riskikapitalifondid;
- korporatiivsed investorid.

Riskikapitalifond (*venture capital fund*) on tüüpiliselt piiratud vastutusega äriühing (Eestis enamasti aktsiaselts või osaühing, välisriikides sageli ka usaldusühing), mille eesmärgiks on osanike poolt investeeritud vahendite paigutamine börsil mittenoteeritud (sageli just oma elutsükli algstaadiumis olevatesse) ettevõtetesse (Roos jt, 2014, lk 246). Riskikapitalifondid jagunevad omakorda kaheks: era- ja riiklikeks riskikapitalifondideks (joonis 2).



Joonis 2. Riskikapitalistid. Allikas: Kõomägi, 2008.

Riskikapitalistid (isikud ja institutsioonid, kes teevad riskikapitali investeeringuid) on eksperdid, kes lisaks rahale toetavad ka ettevõtte arengut ning keda sageli peetakse määravaks nõuandjaks, toetajaks, kontaktisikuks ja ettevõtte börsil noteerimiseks ettevalmistajaks (Smith & Smith 2004, lk 34). Lisaks peavad nad olema võimelised hindama, et nende poolt investeeritud suuri summasid kasutatakse vastavalt riskikapitali lepingutes sätestatule. See hõlmab investeeringute pidevat monitoorimist, kuidas ettevõtja kasutab riskikapitalistide investeeritud raha. Veel on riskikapitalistidel head oskused investeeringute väljavalimiseks ja ettevõtete võimekuse hindamiseks ning seejuures võimekus teha seda enne konkurentsi tekkimist (enne teisi riskikapitaliste). (Casson jt, 2008, lk 353)

Päris alustavasse firmasse on tavaliselt nõus investeerima äriinglid. Äriinglid on rikkad eraisikud, kes soovivad mingi osa oma isiklikust rahast ja ka oma tööajast pühendada uutele äridele, tihti minnes n-ö uuele ringile. (Juhkam, 2012) Äriinglite näol on tavaliselt tegemist kas pikaajaliste kogemustega endiste ettevõtete juhtide või suurte ettevõtete tippspetsialistidega, kes on rikkad eraisikud ning soovivad mingi osa oma isiklikust rahast ja ka oma tööajast pühendada uutele äridele. Äriinglid on oluline grupp riskikapitali sektoris. Nende tegevuse soodustamiseks on mitmetes riikides (näiteks USA ja Prantsusmaa) vastu võetud isegi spetsiaalsed maksumuudatused. (Demaria, 2013, lk 191) Äriinglitest on kõige sagedamini juttu seoses investeeringutega IT- ja internetiettevõtetesse. Tegelikult ei piirdu nende huvi üksnes selle valdkonnaga. Nad võivad huvituda ka muudel aladel tegutsevatest uuenduslikest ettevõtetest. IT- ja internetiärid on paljude äriinglite huvikeskmes lihtsalt sellepärast, et see on praegu kõige dünaamilisem ärivaldkond. (Finantsjuhtimise ..., 2015, lk 2)

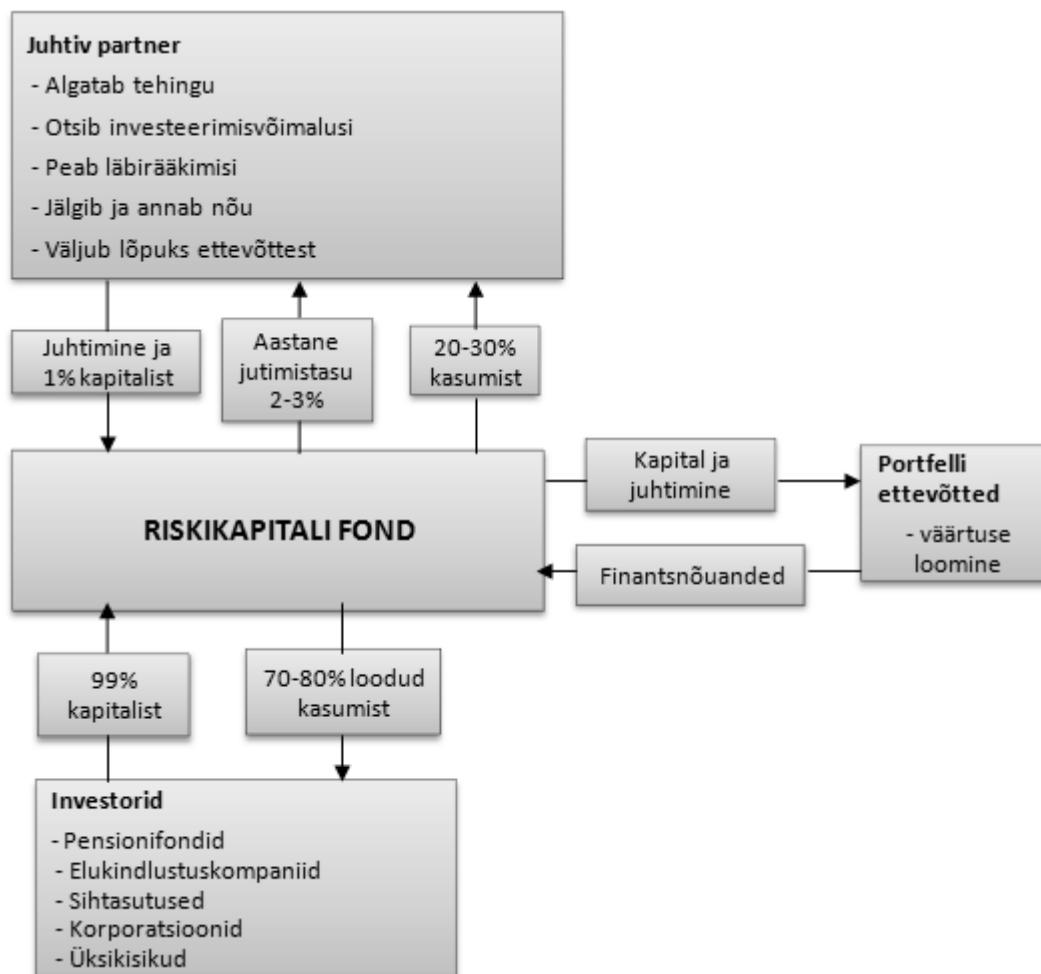
Erinevat tüüpi riskikapitalistid lähenevad riskikapitali investeeringutele mõnevõrra erinevalt. Tabelis 2 on välja toodud erinevat tüüpi riskikapitalistide peamised sarnasused ja erinevused. Tabeli allikaks on erinevad empiirilised uurimused, mis on tehtud Lääne-Euroopas ja Ameerika Ühendriikides (Kõomägi, 2008). Tabelisse on koondatud kõige enam levinud lähenemine (*Ibid*).

Tabel 2. Erinevat tüüpi riskikapitalistide lähenemine riskikapitali investeringutele

Riskikapitalistid	Äriinglid	Riskikapitali fondid	Korporatiivsed riskikapitalistid
Kes nad on?	Jõukad eraisikud	Vahendajad	Jõukad suured ettevõtted
Eesmärgid	Kiire kapitali kasv ja isiklikud mitterahalised huvid	Kiire kapital kasv	Kiire kapitali kasv ja juurdepääs turgudele ning tehnoloogiale
Investeeringuobjekt	Väikesed ettevõtted	Suured ettevõtted	Väikesed ettevõtted
Investeeringu maht	Väike	Suur	Keskmine
Investeeritava ettevõtte elustaadium	Varajane (seemnefaas)	Kiire kasvu faas	Varajane
“Due Diligence”	Pealiskaudne	Põhjalik	Põhjalik
Ettevõtja monitooring	Väike	Keskmine	Suur
Nõutav tulusus	Kõrgem kui riskikapitalifondidel	Keskmine	Kõrgem kui äriinglitel ja fondidel
Nõustamisteenus	Väike	Keskmine	Suur
Peamine nõrkus	Vähene nõustamine	Ei tunne tootmist	Nõrgad väikeettevõtluses

Allikas: Kõomägi, 2008.

Üsna sageli luuakse riskikapitalifondid kindlaksmääratud elueaga (nt 10 aastat). Oma rahapaigutusi teevad riskikapitalifondid sageli konverteeritavate eelisaktsiate vormis ning hoolimata sellest, et enamasti omandatakse investeeritavas ettevõttes vähemusosalus, annavad tavaliselt sõlmitavad aktsionäridevahelised lepingud (shareholders agreement) riskikapitalifondile kohe ettevõtte strateegilises juhtimises (Roos jt, 2014, lk 246). Klassikalise riskikapitalifondi struktuur on toodud joonisel 3.



Joonis 3. Riskikapitalifondi struktuur. Allikas: Roos jt, lk 247.

Kui erakapitalil põhinevad riskikapitalifondid lähtuvad investeringute tegemisel peamiselt ettevõtte tegevussektorist, kasvupotentsiaalset, kasutuselolevast tehnoloogiast ja arengufaasist, siis riiklikul kapitalil põhinevad riskikapitalifondid võivad keskenduda riiklikult olulistele strateegilistele suundadele. Selliste fondide peamiseks eesmärgiks on kõrvaldada turutõrge, mis esineb ettevõtte varajases finantseerimisfaasis, ja vajadusel suunata konkreetsete majandussektorite arengut. (Riskikapitali ..., 2016)

Samas aga on paljud uuringud tõestanud, et riikliku riskikapitalil on riskikapitali turu mõjutamisel ka negatiivne pool. Näiteks empiirilisel on tõestatud, et riikliku riskikapitali osakaalu kasv viib riskikapitali üldise pakkumise vähenemiseni. (Avots, Strenga, Paalzov, 2013) Lisaks on Avots & Strenga & Paalzov (2013) viidanud, et avaliku sektori osalemine riskikapitali turul on negatiivses korrelatiivses seoses riskikapitali turu suurusega ehk tähendab suuremaid riskikapitali investeringuid

väiksematel turgudel. Nad toovad veel Läti riskikapitalituru kogemustele tuginedes välja, et riikliku riskikapitali puhul on investeringute valiku- ja hindamisprotsess võrreldes erariskikapitali investeringute protsessidega nõrgem; edu tõenäosus võrreldes ettevõtetega, kes ei ole kaasanud riiklikku riskikapitali, väiksem; start-up'ide puhul juhtimise halvenemine hetkest, kui riiklik riskikapitalist on sekkunud igapäevajuhtimisse. Grill & Murtinu (2014) toovad Euroopa erinevate riikide uuringute põhjal välja, et riikliku riskikapitali investorite panus portfelli ettevõtete arengusse on positiivne ainult juhul, kui nad osalevad riskikapitali konsortsiumis mittejuhtivate partneritena ning riskikapitali mõju kõrgtehnoloogiliste ettevõtete tulemuslikkusele on pigem negatiivne kui riskikapitalistid võtavad investeringus aktiivse juhi rolli. Luukkonen & Deschryvere & Bertoni (2013) tõestasid oma uuringus, et riiklikel riskikapitalistidel on mõnevõrra nõrgem mõju ettevõtete äristrateegiate väljatöötamises. Venckuviene & Snieska (2014) lisavad Leedu kogemuste alusel riikliku riskikapitali positiivsete mõjude (positiivne panus ettevõtluse ja innovatsiooni arengusse ning nõrga turupositsiooniga ettevõtete arengu toetamine) juurde, et riiklikel riskikapitali investeringutel on väike kapitali tootlus, erasektori investorite turult välja tõrjumine ja avaliku sektori vahendite ebaefektiivne paigutamine.

Riiklikul tasandil on võimalik kasutada erinevaid instrumente selleks, et stimuleerida riskikapitali turgu ja selle segmenteeritust. Riigi roll on tegelikkuses palju enam kui pelgalt ettevõtetesse või fondidesse otse investeerimine. (Avots, Strenga, Paalzov, 2013) Parimaks lahenduseks peetakse aga era- ja riikliku riskikapitalifondide kooslust (Grill & Murtinu, 2014).

Kõomägi (2003) jõudis artiklis „Riskikapital ja selle majanduspoliitiline funktsioon” järeldusele, et riik saab oluliselt mõjutada ja parandada ettevõtluskeskkonda olles ise riskikapitali pakkujaks. Riigi sekkumist riskikapitaliturgu põhjendatakse teaduslikus plaanis turutõrkega, mille korral turu iseeneslikud protsessid ei taga Pareto-optimaalset tasakaalulahendit, luues nii riigi sekkumise ajendi (Stiglitz, 2000, lk 828). Riskikapitalituru olulisimaks puudulikkuse põhjuseks innovatsiooni, tehingu jõustamis- ja transaktsioonikulude kõrval peetakse informatsiooni asümmeetriat, mis iseloomustab olukorda, kus tehinguosalistel on erinev informeeritus (*Ibid*, lk 828).

Riik kui majanduspoliitika elluviija saab riskikapitaliturgu mõjutada oma aktsioonide kaudu riskikapitali pakkumise poolel nii otseselt kui kaudselt, mis väljendub turuosaliste tegevuste suunamises soovitud tulemuste poole. Otsese mõjutusvahendi puhul eksisteerib riigi ja riskikapitalituru osalise vahetu kontakt, kaudsete mõjutusvahendite puhul stimuleeritakse aga teisi institutsioone või struktuure, mis omakorda avaldavad mõju riskikapitalituru osalistele. Otsese sekkumise puhul mängib olulist rolli sekkumise objekt ehk millist riskikapitalituru osalist mõjutatakse – kas keskendutakse otse riskikapitali saajale või tehakse seda riskikapitali pakkuja motiveerimise kaudu, kelle ülesandeks jääb ise leida potentsiaalsed riskikapitali saavad ettevõtted. (Liblik, 2006, lk 245)

Riigi sekkumist pooldavaks argumendiks on empiiriliselt tõestatud fakt, et riiklik riskikapitalifond on oma tegevusega turgu elavdanud signaliseerimise kaudu, mis omakorda on juurde toonud ka erariskikapitali. Riikliku riskikapitali pakkumise puhul tuleb aga arvestada peale eelarveliselt ettemääratud ressursside piiratuse ka erinevate huvigruppide paljususe, nende nõudmiste ja vajadustega. Siin on oluline, et turule sekkumisega ehk iseeneslike protsesside reguleerimise või suunamisega ei tekitataks olukorda, kus tulemus on algseisundist kehvem. Ressursside ebaefektiivse ümberjagamise tulemusena erisuguste prioriteetide vahel võib valede valikute puhul olla tagajärjeks riiklike vahendite vähenemine ning veelgi ebaefektiivsemalt toimiv turg. (Liblik, 2006, lk 249) Kui riskikapitalist on riiklik institutsioon, siis oluliseks puuduseks on reeglina see, et pakutakse ainult rahalist kapitali. See, mis peaasjalikult loob riskikapitali eelise (ülekantavad kogemused, loodud suhete võrgustik ehk sotsiaalne kapital, juhtimiskompetents), jääb saamata. (Kõomägi, 2003, lk 542)

Samuti ilmnevad paljud häired otseselt valitsuse enda tegevuse tulemusena, mis on põhjustatud ametnike käitumisest ning tegutsemismotiividest. Esiteks on küsitav valitsuse sekkumist põhjendav argument, mis seostub erasektori investorite signaliseerimisega asümmeetrilise informatsiooni vähendamiseks. (Lerner, 1999, lk 289) Riskikapitali väärivate sektorite ja projektide väljaajamine eeldab ametnike täielikku kompetentsust, millele lisandub ka võime pakkuda professionaalset mitterahalist abi ehk infot ja nõu, mis on riskikapitali mõiste kohaselt oluliseks eeliseks võõrkapitali ees. Praktika on aga näidanud, et just mitterahalise panuse poolest jäävad

ametnike teadmised puudulikuks. Eelmine väide ei pruugi kehtida riskikapitalituru faasis, kus erasektori riskikapitalistid üldse puuduvad ja turu arendamisega alustavatel riigistruktuuridel on tähtis roll ametnikest investorite väljakoolitamisel, kes hiljem võivad suunduda erasektori riskikapitalistideks. (Liblik, 2006, lk 250)

Autori hinnangul on riskikapitali investeeringut soovivale ettevõtjale väga oluline enne finantseerimisallika valikut uurida, mis tüüpi riskikapitalistid millist abi pakuvad, et saada kaasatud materiaalsest investeeringust ka maksimaalselt mittemateriaalset lisandväärtust. Toodud seisukohtadest saab järeldada, et kui ettevõtjale on esmatähtis saada võimalikult palju erinevat nõustamisteenust, on parimaks valikuks korporatiivne riskikapitalist, kes pakub seda võrreldes äriinglite ja riskikapitalifondidega kõige enam. Samuti aitab korporatiivne riskikapitalist kaasa ettevõtte tegevusele läbi pideva monitoorimise. Samas on ettevõtte tegevusse korporatiivset riskikapitali reeglina kõige keerulisem kaasata, sest erinevalt finantsinvestorist ei sea korporatiivne investor eesmärgiks oma osaluse müüki. Kui ettevõtjale on esmatähtis investeeringu suurus ja raha, on eelistatumaks riskikapitalifond, kus aga võidakse riskikapitali mittemateriaalse lisandväärtuse panustamisele vähem rõhku panna. Riiklikul tasandil riskikapitali pakkumise juures on aga veelgi suuremaks risk, et mittemateriaalse panus osutuda puudulikuks. Seda aspekti käsitleb autor osaliselt ka käesoleva töö empiirilises osas.

1.3. Riskikapitali mittemateriaalne lisandväärtus

Riskikapitalistid omavad olulist rolli ettevõtete finantseerimise protsessis. Tulenevalt sellest, et riskikapitalistide puhul on tavaliselt märksõnaks aktiivne osalemine ettevõtte juhtimises, võib eeldada, et nad on nn „aktiivsed“ investorid ning osalevad oma investeeringu protsessis nõuandja ja järelevalvaja rollis.

Mis siis ikkagi teeb riskikapitalistist riskikapitalisti? Loomulikult on selleks raha, vahel ka väga suur hulk raha. Samas on aga raha vaid väikene osa sellest. Riskikapitalist peab suutma ka pakkuda palju enam, mis ettevõtte toimimise paneks: kogemusi, kontakte, teadmisi, sihikindlust ja tarkust. Riskikapitalist peab ettevõtte edukuse tagamiseks tegelema sellega igapäevaselt. (Kocis jt, 2009)

Igal meeskonnal on oma tugevused ja nõrgad küljed. Igal alal kompetentne olla ei ole kellelegi jõukohane. Loomulikult ei ole üliinimesed ka riskikapitalistid, kuid pikaajaliste kogemuste ning erinevates projektides osalemise tulemusena kuhjub neile teadmistepagas, mida ühte või ka paari-kolme ettevõtete juhtides omandada on väga raske kui mitte võimatu. Nii muutuvad nad suurepärasteks nõustajateks nii juhtimis- kui ka finantsalastes küsimustes. See võimaldab juhtkonnal saada professionaalset abi paljudes ettetulevates küsimustes, mille lahendamiseks võiks teises situatsioonis vaja minna konsultantide abi. Värske pilk võib esmapilgul suurepärasena tunduvates ideedes näha salakavalaid ohte ning arendada keskpärasest mõttest välja ainuõige lähenemise. Alahinnata ei saa loomulikult ka kontrolli- ja järelvalve funktsiooni. Ettevõtte finantstulemused peavad olema pidevalt jälgitavad, aruandluse esitamisel lõdvaks lasta ei ole võimalik. (Leissoo, 2003)

Väga oluliseks teguriks ettevõttele sobivat investorit otsides lisaks vajaminevale finantskasule on vaadelda ka teisi väärtusi, mida potentsiaalne investor on võimeline ettevõttele pakkuma. Levinud arvamuse kohaselt toovad riskikapitalistid ettevõtetesse ainult raha, kuid ettevõtete edukus seisneb ikkagi selles, millist teadmistepagast omab juhtkond ning milliseid otsuseid tehakse konkurentsipüsimiseks ja jätkusuutlikkuse tagamiseks. (Hogg 2014)

Töö koostaja täheldas, et erinevad autorid on jõdnud oma empiirilistes uurimustes riskikapitali lisandväärtuse loomise kohta väga erinevatele järeldustele. Palju on diskuteeritud selle üle, kas riskikapital loob portfelli ettevõttele olulist mittemateriaalset väärtuslisandit või mitte. Leisso (2003) arvates on riskikapitali investeering üks vaieldamatult enim lisaväärtust pakkuvatest võimalustest, kuna investeeringu esmaseks eesmärgiks on sissemakstud kapitali kasv, mistõttu teeb riskikapitali läbi osaluse omandatud fondihaldur kõik selleks, et tema investeering väärtuselt suureneks – et ettevõttel võimalikult hästi läheks. See eesmärk iseenesest eraldab riskikapitalisti selgelt näiteks kommertspangast, mille eesmärk on kindlat ja stabiilset intressitulu teenida, sekkumata ise ettevõtte tegemistesse (Leissoo, 2003). Ehrlich jt (1994) soovust leidsid, et riskikapitalistid loovad pigem vähem väärtust, kuna nende nõutav tulunorm on liiga kõrge.

Tabelisse 3 on töö koostaja koondanud erinevate autorite uurimustel põhinevad vastukäivad arvamused riskikapitalistide mittemateriaalse lisandväärtuse panuse kohta.

Tabel 3. Riskikapitali mittemateriaalse lisandväärtuse uuringute tulemused

Riskikapitalistide mittemateriaalne panus lisandväärtusena	Riskikapitalistide mittemateriaalse lisandväärtuse puudumine
<ul style="list-style-type: none"> • Lockett jt (2015) hinnangul mõjutavad riskikapitalistid portfelli ettevõtte arengut läbi oma isiklike oskuste ja teadmiste; • Hogg (2014) leiab, et personalistrateegia ja inimkapitali juhtimine on olulisemaks mittemateriaalseks lisandväärtuseks riskikapitalistide poolt; • Fankhauser (2013) leiab, et starteegilised nõuanded ja otsused on olulisemaks panuseks üldse, millest võiks välja kujuneda lisandväärtus kui teenus; • Teten (2013) leiab, et inimkapitali strateegia ja juhtimine, teadmised turunduses, tööstuses ja müügi valdkonnas; oskuste arendamine ning võrgustik on olulisemateks mittemateriaalseks lisandväärtuseks riskikapitalistide poolt; • Bonini jt (2012) leidsid, et riskikapitalistidel on oluline mõju mitmetele inimressursiga seotud faktoritele; • Dushinsky (2012) toob välja, et riskikapitalisti kaasamine võib ettevõttele avada uksi nii uutele turgudele kui tagada ligipääsu uutele tehnoloogiatele. • Fitza jt (2008) viitavad, et riskikapitalistid saavad ettevõttele lisaväärtust anda läbi selle, et osalevad mitmesugustes ettevõttele olulistes tegevustes, mis võivad olla seotud nii ettevõtte strateegia sõnastamisega kui ka otseselt selle elluviimisega. • Leisso (2003) on seisukohal teeb fondihaldus kõik selleks, et tema investeeringu väärtus suureneks; • Hellmann & Puri (2002) hinnangul kiirendavad riskikapitalistid organisatsiooni arengut; • Virtanen (1996) selgitab, et riskikapitalisti usaldusväärsus kandub üle ettevõtjale, kelle usaldusväärsus oma klientide ja hankijate silmis kasvab; • Venckuviene & Snieska (2014) toovad riikliku riskikapitali positiivsete mõjude juures esile positiivse panuse ettevõtluse ja innovatsiooni arengusse ning nõrga turupositsiooniga ettevõtete arengu toetamise. 	<ul style="list-style-type: none"> • Wasserman (2016) väidab, et kui startupi asutaja omab suurt kontrolli nii nõukogus kui ka juhatuses, siis see tõenäoliselt kahandab ettevõtte väärtust. • Brau jt (2004) leidsid, et börsile läinud riskikapitali saanud ja mittesaanud ettevõtete vahel ei ole erinevusi; • Busenitz jt (2004) tõestasid, et riskikapitali saavatel ettevõtetel ei ole suuremat kasvu kui mitte saavatel; • Ehrlich jt (1994) leidsid, et riskikapitalistid loovad pigem vähem väärtust, kuna nende nõutav tulunorm on liialt kõrge; • Liblik (2006) hindab, et riikliku riskikapitali pakkumise osas jäävad ametnike teadmised ja kompetentsus sageli poolikuks, mis vähendab riskikapitali mitterahalist panust; • Avots & Strenga & Paalzov (2013) tõestasid, et riikliku riskikapitali puhul on investeeeringute valiku- ja hindamisprotsess võrreldes erariskikapitali investeeeringute protsessidega nõrgem; edu tõenäosus võrreldes ettevõtetega, kes ei ole kaasanud riiklikku riskikapitali, väiksem; start-up'ide puhul juhtimise halvenemine hetkest, kui riiklik riskikapitalist on sekkunud igapäevajuhtimisse; • Grill & Murtinu (2014) toovad välja, et riikliku riskikapitali investorite panus portfelli ettevõtete arengusse on positiivne ainult juhul, kui nad osalevad riskikapitali konsortsiumis mittejuhtivate partneritena ning riskikapitali mõju kõrgtehnoloogiliste ettevõtete tulemuslikkusele on pigem negatiivne kui riskikapitalistid võtavad investeeringus aktiivse juhi rolli. • Luukkonen & Deschryvere & Bertoni (2013) tõestasid oma uuringus, et riiklikel riskikapitalistidel on mõnevõrra nõrgem mõju ettevõtete äristrateegiate väljatöötamises. • Venckuviene & Snieska (2014) viitavad Leedu kogemuste alusel, et riiklikel riskikapitali investeeringutel on väike kapitali tootlus, erasektori investorite turult välja tõrjumine ja avaliku sektori vahendite ebaefektiivne paigutamine.

Allikas: autori koostatud

Lockett jt (2015) arvates mõjutavad riskikapitalistid portfelliettevõtete strateegilist arengut läbi oma oskuste ja teadmiste. Nad eristavad riskikapitalistide juures kahte olulist mõjuvaldkonda: finantsilised oskused (monitooring) ja mitte-finantsilised oskused (strateegiline ja taktikaline sekkumine) (Lockett jt, 2015). Nende sõnul on riskikapitalisti mõju suurim just ettevõtte arengu varasemates faasides. Ka Hellman ja Puri (2002) leiavad, et riskikapitalistid kiirendavad organisatsiooni arengut ja mõjutavad ettevõtte arengut pigem just selle varases faasis.

Kuigi üldlevinud arusaama järgi kasvatavad investorid oma fondi väärtust valides “õigeid” ettevõtteid, ärimudeleid ja meeskondi, millesse investeerida, siis Teten jt (2013) leidsid, et riskikapitali investorid loovad lisaks “õigele” valikule oma portfelliettevõtete jaoks ka muud väärtust. Võib välja tuua seitse põhilist lisandväärtuse aspekti, mida riskikapitalist ettevõtjale pakub (Teten, 2013):

- läbimõeldud finantseerimis-ja kasvustrateegia;
- pikaajaline pühendumine ja aktiivne osalemine ettevõtte töös;
- avatud ja aus suhtlemine ettevõtjaga;
- kõigi aktsionäride väärtuse kasvatamine;
- rahvuvahelised oskused ja kogemused laienemise alal;
- kogemused firmade arendamisel erinevatest ärivaldkondadest;
- põhjalik lähenemine juriidilistele probleemidele.

Just nimetatud väärtuste poolest on riskikapitalistil väga suur eelis teiste finantseerimisallikate ees. Teten jt (2013) hinnangul on investoritel võimalik oma portfelliettevõtete väärtust kasvatada läbi panustamise järgmistesse tegevustesse:

- Meeskonna loomine - meeskonna kujundamine ja uute töötajate värbamine;
- Ettevõtte toimimine - haldussuutlikkuse tõhustamine, raamatupidamise ja õiguslase teadmiste ja oskuste kasvatamine ning tehnoloogilise võimekuse parandamine;
- Perspektiiv - steegia väljatöötamine, konkurentsivõimelise positsiooni loomine, sihtturu määratlemine ja toote valideerimine;
- Oskuste arendamine - vajalike oskuste ja võimekuste arendamine, eriti tippjuhtide seas;

- Kliendisuhete arendamine - kliendi profiili loomine ning sobilike klientide leidmine ja juurdepääsu tagamine;
- Analüüs - tulemuste mõõtmise, mõtestamise ja raporteerimise süsteemi välja arendamine;
- Võrgustik - odavaim ent siiski kõige väärtuslikum teenus, mida investor saab portfelli ettevõtetele pakkuda. Eriti olulised on tutvused järgmise ringi investorite hulgas.

Bonini jt (2012) uurisid riskikapitalistide mõju mitmetele ettevõtte tegevustele ning leidsid, et riskikapitalistidel on oluline mõju mitmetele inimressursiga seotud faktoritele nagu ettevõtte tegevjuhi palkamise otsused, juhtkonna palgad, nõukogu otsused. Seega võib väita, et lisaks ärimudeli mõjutamisele võivad riskikapitalistid võtta ettevõttes ka mentori rolli, pühendada ennast ettevõtte kultuuri kujundamise või strateegia loomisesse ja sekkuda ka ettevõtte igapäevasesse juhtimisse (Abell, Nisar, 2007). Virtanen (1996) selgitab, et riskikapitalisti usaldusväärsus kandub üle ettevõtjale, kelle usaldusväärsus oma klientide ja hankijate silmis kasvab. Fankhauser (2013) kinnitab, et riskikapitalifondis tegeleb portfelli firmadega investeeringute juht, kelle ülesandeks pole ainult järelvalve raha kasutamise üle, vaid ettevõtte juhatuse igakülgne toetamine ja nõustamine erinevates küsimustes. Strateegilised nõuanded riskikapitalistidelt on üks peamisi ja ettevõtte juhtide poolt kõrgelt hinnatud omadusi koostöö juures. Eriti vajatakse strateegiamääratlemisel abi siis, kui ettevõtte on alles varases arengujärgus. Investeeringute juhid omavad üldjuhul laialdasi kogemusi erinevatelt elualadelt ning suudavad mõnikord näha kaugemale ja sügavamale kui ettevõtte juhid.

Tidd ja Bessant (2006) näitavad läbiviidud uuringu tulemustena, et riskikapitalistid pööravad oma investeeritavate projektide väljavalimise etapis liialt rõhku inimkapitali (eeskätt tippjuhtkonnale) hindamisele. Mentorlusetappide arenedes aitavad riskikapitalistid tõepoolest valitud ettevõtmiste edule küll kaasa ja harilikult toovad ka väljastpoolt sisse professionaalse juhtkonna palju varem kui ettevõtetes, mida riskikapitalistid ei rahasta, kuid kokkuvõttes on riskikapitalistide roll mentoritena siiski sama oluline (kuid kindlasti mitte olulisem) kui nende roll rahastajatena ehkki ettevõtete edendamisel keskendutakse viimasele (Tidd & Bessant, 2006). Wasserman (2016)

seevastu aga väidab, et kui *startup*'i asutaja omab suurt kontrolli nii nõukogus kui ka juhatuses, siis see tõenäoliselt kahandab ettevõtte väärtust.

Ka paljud ettevõtjad ise arvavad, et riskiinvestorid pakuvad neile enam kui ainult raha (Gompers 1995). Näiteks saavad investorid ettevõttele lisaväärtust anda läbi selle, et osalevad mitmesugustes ettevõttele olulistes tegevuses, mis võivad olla seotud nii ettevõtte strateegia sõnastamisega kui ka otseselt selle elluviimisega (Fitza jt, 2008). Lisaks arvavad Dushinsky jt (2012), et riskikapitali kaasamine võib ettevõttele avada uksi nii uutele turgudele kui tagada ka ligipääsu uutele tehnoloogiatele.

Euroopa Riskikapitaliassotsiatsiooni (*European Private Equity and Venture Capital Association, EVCA*) poolt on koondatud ülevaade riskikapitali kaasanud ettevõtjate seisukohtadest, millist riskikapitaliga kaasnenud lisandväärtust peetakse lisaks rahale oluliseks. Selle järgi vajavad ettevõtted edukaks tegevuseks kõige enam just strateegilisi nõuandeid. Õige strateegia on ettevõttele edu võti, mis on kohandatud vastavalt kiiretele muutustele ja keskendub konkurentsivõime saavutamisele. Samuti peetakse oluliseks kontaktide võrgustiku olemasolu, mis abistab ettevõtte kaubavahetust ja maandab ebausaldusväärsete partnerite kaasamisel tekkida võivaid riske. (Smart ..., 2013) Selgub, et empiiriline uurimus kattub peamiste riskikapitalisti poolt olulisemaks lisandväärtuseks peetud märksõnadega teoorias seda väitnud autorite hinnangutega.

Autor leidis, et Eestis riskikapitali kasutanud portfelli ettevõtete hulgas eraldi mittemateriaalsete lisandväärtuse panuste kohta uuringuid viimastel aastatel läbi viidud ei ole. Ligikaudsed uuringud on Eestis läbi viidud Margus Kõomägi aastal 2004 ning Andres Juhkami ja Evelin Soidla aastal 2005. Lisaks on aastal 2008 taolisi tulemusi käsitlenud Tiina Soomre Tuisk oma bakalaureusetöö „Riskikapitali lisandväärtus Eesti ettevõtetele“ raames. Viimases on järeldused tuletatud veel buumiaastate majandusnäitajate ja tulemuste põhjal, mistõttu võivad need olla paljuski sõltuvuses majanduskasvu üldisest trendist. Kõomägi poolt läbi viidud uuring keskendus 30-le riskikapitali kasutanud Eesti ettevõttele, et hinnata empiiriliselt riskikapitali väärtuslisandi olemasolu. Nende uuringute tulemusena võib riskikapitalisti panust Eesti ettevõtete usaldusväärsuse kasvatamise suhtes pidada tagasihoidlikuks. Samamoodi on mitte väga suureks panuseks pidanud Eesti portfelli ettevõtted personali värbamise ja juhtkonna komplekteerimisega seotud abi, mida näiteks Gorman ja Shalman (1989)

ning Virtanen (1996) on pidanud just kõige tähtsamaks, sest see tagab väärtuse olulise juurdekasvu.

Töö autor jõudis järeldusele, et erinevate riskikapitalist kirjutatud ja seda uurinud autorite poolt välja toodud riskikapitali lisandväärtuse liikide osas on põhimärksõnad sarnased, sõltumata asjaolust, et väärtuse lisandumise osas on seisukohad mõneti erinevad. Olulisimaks peetakse läbi riskikapitali saadavat suuremat ressursi projektide arendamiseks ja laiendamiseks, millele viiakse eelnevalt läbi sõltumatu ja sügav ettevõtet puudutav info kogumine ja analüüs (*due diligence*), millest omakorda tulenevalt püstitatakse fokusseeritud tulemuste parandamise plaan. Käsitletud kirjanduses leidis kõige enam tõendeid, et riskikapitaliga antakse portfelli ettevõttele ka oluline panus mittemateriaalse lisandväärtusena. Seda aspekti käsitleti puudulikkuna kõige enam siiski riikliku riskikapitali pakkumist käsitletavates ülevaadetes, milledes toodi esile, et riiklike institutsioonide puhul pakutakse pigem ainult rahalist kapitali ning mittemateriaalne panus jääb sageli ametnike ebakompetentsuse tõttu saamata.

Siinkohal on autor erinevaid riskikapitali mittemateriaalseid lisandväärtuse teoreetilisi ja empiirilisi aspekte uurides jõudnud järeldusele, et ettevõtjad hindavad kõige enam riksikapitalistide poolt lisanduvat informatsiooni ja nõuandeid. Uuringutest selgub, et ettevõtjad teadvustavad selle vajalikkust ning finantseerimist otsides on rahul leides selle kompaktse teenusena riskikapitalis. Enamik autoreid on seiskukohal, et riskikapitalistid panustavad oluliselt investeeritud raha otsatarbeks kasutamiseks, mis tõestab omakorda, et riskikapitali materiaalne ja mittemateriaalne lisandväärtus on teineteisest tihedasti sõltuvuses. Portfelli ettevõtete edu sõltub täielikult sinna paigutataud raha oskuslikust kasutamisest, mida mõjutavad ettevõtjate poolt kõrgelt hinnatavad kontaktdevõrgustiku laiendamine, juhtimissüsteemi arendamine ja strateegia loomine.

2. RISKIKAPITALI MITTEMATERIAALSE LISANDVÄÄRTUSE ANALÜÜS AS SMARTCAP PORTFELLI KUULUVATES ETTEVÕTETES

2.1. Riskikapitali pakkujad Eestis

Eesti alustati esimeste riskikapitali investeeringutega 90-ndate aastate keskel. 1995. Aastal alustas tegevust Balti riikide juhtiv era- ja riskikapitaliettevõtte BaltCap, mis investeerib läbi investeerimisfondide kasvule suunatud Baltimaade ettevõtetesse ja finantseerib ettevõtete väljaoste (Baltcapist, 2016). Tänapäevaks on BaltCap hallanud mitmeid investeerimisfonde kogumahuga 260 miljonit eurot ja teinud üle 60 investeeringu (*Ibid*). 1999. aastal asutas Rain Lõhmus riskikapitalifondi nimega LHV New Economy Ventures (Smith, 2000). Kuus aastat hiljem, aastal 2005 asutati kõrgtehnoloogia ettevõtete rahastamisele suunatud riskikapitalifond Martinson Trigon Venture Partners, mis keskendus peamiselt tehnoloogia, meedia ja telekommunikatsioonisektori investeeringutele Kesk- ja Ida-Euroopas (Trigon ..., 2004). 2006. aastaks oli ka Skype asutajate poolt loodud valdusfirmast Ambient Sound Investments (ASI) kasvanud iseseisev riskikapitali ettevõtte ASI Private Equity AS (ASIPÉAS) (Ambient..., 2016). Esmased investeeringud olid suunatud Baltikumi kõrgtehnoloogiaettevõtetesse, kuid peagi laiendas ASIPÉAS oma tegevust ning omab praeguseks osalusi kümnetes iduettevõtetes üle maailma. (Ambient., 2016)

2006. aastal otsustati Eestis riigi tasandil panustada uuendulike äriideede ja riigi innovatsiooni kasvatamisse ning asutati Riigikogule alluv avalik-õiguslik mõttekeskus ja investeerimisfond, Eesti Arengufond, mis alustas oma tegevust 2007. aasta aprillis. (Arengufond, 2012)

Arengufondi seadusekohane eesmärk oli algselt stimuleerida ja toetada Eesti majanduses muutusi, mis aitaksid majandust ajakohastada, tagada ekspordi kasvu ning luua uusi kõrget kvalifikatsiooni nõudvaid töökohti. Arengufond loodi toetamaks innovatsiooniteadlikkuse tõusu, uuenduslike äriideede esilekerkimist ning ettevõtlikkuse kasvu ühiskonnas tervikuna. Arenguseire abil pidanuks see leidma uue majanduskasvu allikaid, panustama pilootprojektidega seiretest välja kasvanud uudsete lahenduste teoks saamisenesse ning investeerima riskikapitali uut moodi mõtlelatesse ja ambitsioonikalt tegutsevatesse Eesti teadmusmahukatesse tehnoloogiaettevõtetesse. (Arengufond, 2015)

Esimese viie tegevusaasta jooksul tegutses ja mõtles Arengufondi juures Eesti tulevikuteemadel väidetavalt kaasa ligikaudu 2500 inimest (Valdre, 2016). Investeerimisotsuste toetamiseks ning ettevõtlikusele kaasa aitamiseks moodustati Arengufondi seire- ja kasvuprogrammid, mis keskendusid kolmele peamisele valdkonnale (Arengufond, 2015):

- Startup Estonia – Eesti idufirmade ökosüsteemi arendamine idufirmade arenguprogrammide kaudu;
- Rohemajandus ja -energeetika – rohemajanduse ja energeetika seire- ja kasvuprogramm;
- Nutikas spetsialiseerumine – Eesti majanduse kasvualade valiku portsessi juhtimine ja arenguseire.

2009. aastal asutati Arengufondi eestvedamisel Eestis tegutsevaid riskikapitaliste, erakapitalifonde, äriingleid ning valdkonna tugiteenuste pakkujaid ühendav Eesti Era- ja Riskikapitali Assotsiatsioon (EstVCA). Assotsiatsiooni eesmärgiks sai arendada Eesti era- ja riskikapitalitööstust ning suurendada ambitsioonika ettevõtluse kultuuri Eestis. EstVCA on Euroopa Era- ja Riskikapitali Assotsiatsiooni (EVCA) liige ning seoses Euroopa Liidus ettevalmistamisel olevate era- ja riskikapitali regulatsioonidega koondab EstVCA valdkonna esindajaid kaasa rääkima nii Eesti kui Euroopa tasandil seadusandluse kujundamisest, et see jääks konkurentsivõimeliseks võrreldes teiste riikide ja regioonide omaga. Tööstusharu arendamiseks propageerib EstVCA ühtseid investeringute hindamise ning tegevus- ja finantsaruannete koostamise ja avaldamise põhimõtteid. Käesolevaks hetkeks on assotsiatsioonil kokku 37 liiget ning nende portfellis kokku tehtud investeringuid 82 ettevõttesse. (EstVCA ..., 2016)

2012. aasta lõpus loodi koostöös Euroopa Investeerimisfondi ja Balti riikide valitsustega Balti Innovatsioonifond, mille eesmärgiks sai suurendada kapitaliinvesteeringuid regiooni ettevõtetesse (Balti Innovatsioonifond, 2016). Balti Innovatsioonifondi raames on investeerimisotsuse saanud järgmised fondijuhid, kes investeerivad või on investeerimistegevust alustamas: BaltCap, BPM Capital, Livonia Partners ja Karma Ventures OÜ (KredEx ..., 2016).

Märtsis 2011 asutas Arengufond tütarettevõtte AS-i SmartCap, mille eesmärgiks sai koos erasektori kaasinvestoritega teha investeeringuid innovaatilistesse, ambitsioonikatesse ning kõrge potentsiaaliga ettevõtetesse. AS SmartCap alustas investeeringutega 2012. aastal. AS-i SmartCap taotleti Finantsinspeksioonilt riskikapitalifondi fondivalitseja tegevusluba, mis väljastati 21. detsembril 2011. Tegevusloa kohaselt anti AS-i SmartCap õigus tegutseda riskikapitalifondide fondivalitsejana vastavalt investeerimisfondide seadusele. AS SmartCap allub Finantsinspeksiooni poolt teostatavale riiklikule finantsjärelevalvele. Alates 1. aprillist 2012 teostab Arengufond oma investeerimistegevuse eesmärgi AS-i SmartCap kaudu. (Arengufond, 2012)

AS SmartCap tegutseb Finantsinspeksiooni järelevalve all riskikapitalifondi Early Fund II fondivalitsejana. Early Fund II on 20. veebruaril 2012 moodustatud kinnine mitte-avalik lepinguline investeerimisfond. Selle osakute 100% omanikuks on Eesti Vabariik ning fondi üle teostab finantsjärelevalvet Finantsinspeksioon. Fond on osakute väljalaske teel kogutud raha ja selle raha investeerimisest saadud muu vara, mis kuulub ühiselt investoritele ja mida valitseb Fondivalitseja. (Arengufond, 2014)

30.06.2015 seisuga oli Early Fund II osakuid märgitud 25,26 miljoni euro mahus. Fond on moodustatud tähtajatult ning see investeerib Eestis registreeritud väikese ja keskmise suurusega ettevõtjatesse, kes on suunatud innovatsioonile, loovad või kasutavad ajakohast tehnoloogiat ja arendavad uusi tooteid ja teenuseid, sealjuures on neil oluline kasvu- ja ekspordipotentsiaal ning perspektiiv saavutada rahvusvahelisel sihtturul arvestatav positsioon, kuid kes ei ole suutelised rahuldama oma kapitalivajadusi majanduses toimivate muude instrumentide kaudu. Fondi eesmärk on teenida fondi osakuomanikele tulu ning samaaegselt stimuleerida ja toetada Eesti majanduses

muutusi, mis aitavad majandust ajakohastada, ekspordi kasvu tagada ning uusi kõrget kvalifikatsiooni nõudvaid töökohti luua. (Arengufond, 2016)

28.08.2014 kiitis Eesti Arengufondi nõukogu heaks Arengufondi investeerimistegevuse uued põhialused ning tegi põhimõttelise otsuse anda otseinvesteeringute valitsemine üle erafondivalitsejale. 11.02.2015 võttis Riigikogu vastu ettevõtluse toetamise ja laenude riikliku tagamise seaduse ning Eesti Arengufondi seaduse muutmise seaduse, millega loodi õiguslik raamistik SA KredExi poolt investeeringute tegemiseks fondidesse, mis omakorda investeerivad ettevõtjate omakapitali. Kuna riik ei tohiks otseinvesteeringute näol jääda konkureerima eraturu fondivalitsejaga, sätestatakse sama seadusega ka alused muudatuste tegemiseks Arengufondi investeerimistegevuses, seahulgas Arengufondi otseinvesteeringute valitsemise üleandmiseks professionaalsele erafondivalitsejale. Arvestades eeltoodut, on Arengufond alustanud investeerimistegevuse ümberkorraldamise protsessi, mille tulemusel võivad toimuda olulised muudatused fondivalitseja tegevuses ja fondi tingimustes. Kuna Early Fund II 2015. majandusaasta vahearuande kui viimase kinnitatud ja avalikustatud aruande seisuga ei ole ühtegi lõpliku otsust fondivalitseja edasise tegevuse ja fondi tingimuste osas vastu võetud, ei saa eelkirjeldatud protsessi mõju fondivalitsejale ja fondile ka lõplikult hinnata. Kuni eelkirjeldatud võimalike ümberkorralduste teostamiseni on fondivalitseja eesmärgiks jätkata fondi valitsemist ja fondi vara investeerimist kooskõlas fondi tingimustega. (Arengufond, 2016)

Käesolevaks hetkeks on Eesti Arengufond likvideerimisel. Vastavasisuline otsus langetati Riigikogu majanduskomisjoni poolt 15. märtsil 2016. (Valitsuse kommunikatsioonibüroo, 2016). 29. juunil 2016 jõustus Arenguseire seadus, millega nähti ette Arengufondi tegevuse lõpetamine seaduse jõustumise kuupäeval ning algas likvideerimismenetluse läbiviimine (Arengufond, 2016). Ühe likvideerimise põhjusena on välja toodud Arengufondi poolt ebapiisava majandusseire teostamine, mis ei toeta kvaliteetsete poliitiliste otsuste tegemise protsessi (Oviir: Arengufondi..., 2016).

Vaatamata asjaolule, et arenguseire seadus näeb ette Arengufondi tegevuse lõpetamise, jätkub seaduse kohaselt investeerimistegevus kuni investeerimisvara üleandmiseni kas riigile või sihtasutusele KredEx. Seaduse kohaselt loetakse Arengufondi tegevus

lõppenuks pärast investeerimisvara üleandmist, mis peab toimuma hiljemalt 1. juuliks 2017. aastal. (Arengufond, 2016).

Järgnevas alapeatükis keskendutakse Arengufondi tütarettevõtte AS SmartCap senisele tegevusele portfelliettevõtete abistamisel investeerimisprotsessi vältel ning uuritakse fondihaldurite ning riskikapitali kasutanud ettevõtete esindajate hinnanguid, mil määral kaasneb materiaalse abiga ettevõtte jaoks olulist mittemateriaalset lisandväärtust.

2.2. Analüüsi valimisse kaasatud portfelliettevõtted

Riskikapitali mittemateriaalse lisandväärtuse hindamiseks on valimina töösse kaasatud kõik 20 ASi SmartCap portfelli kuuluvat ettevõtet (tabel 4). Riskikapitali mittemateriaalse lisandväärtuse analüüsimiseks kogus autor 2016. aasta alguses veebiküsimustiku vormis portfelliettevõtete esindajate hinnangud fondihaldurite panuse kohta ettevõtte arengusse ning intervjueris AS SmartCap fondihaldureid, et saada ülevaade nendepoolsetest hinnangutest enda tegevuse kohta portfelliettevõtete abistamisel riskikapitaliinvesteeringu kestel.

Valimisse kaasatud ettevõtetest on 90% tehnoloogia valdkonda kuuluvad, sh 20% biotehnoloogia valdkonna ettevõtted, ning 10% energeetika valdkonna ettevõtted. Portfelliettevõtete tegevusalade detailsem kirjeldus on toodud käesoleva töö lisas nr 1.

Tabel 4. AS SmartCap portfelli kuuluvad ettevõtted

	Ettevõtte nimi
1	BiotaP OÜ
2	Cellin Technologies OÜ
3	Cleveron AS (endised ärinimed Smartpost OÜ; Infero Logistika OÜ)
4	CX Cloud Services OÜ
5	Defendec OÜ
6	Fits.me (OÜ-le Massi Miliano kuuluv kaubamärk)
7	Goliath Wind OÜ
8	GrabCAD OÜ
9	Jobbatical OÜ
10	Lingvist Technologies OÜ (endine ärinimi Keel 24 OÜ)
11	Modesat Communications OÜ (kehtiv/muudetud ärinimi Opal Communications OÜ)
12	Monese Ltd
13	My!WIND OÜ
14	NOW! Innovations OÜ (kehtiv ärinimi RKEJ Invest, eelnevalt muudetud

	Ettevõtte nimi
	ärinimi Location OÜ)
15	Realeyes OÜ
16	Selfdiagnostics OÜ
17	Sportlyser OÜ
18	Thinnect OÜ
19	WeatherMe OÜ
20	Wise Guys Investment OÜ

Allikas: SmartCap AS. Autori koostatud

Kõige suurema osa valimist ehk 70% moodustavad infotehnoloogia suunitlusega ettevõtted, mis on ka mõneti ootuspärane. IT sektor on Eesti riskikapitali investeeringute seas just kõige populaarsem, sest antud valdkond on kõige suurema tulutoovuse potentsiaaliga, milles riskikapitalistidel on suurem võimalus kasumlikult investeerida (Zirnask, 2010, lk 11). Selle valdkonna alla kuuluvad peamiselt tarkvara tootmine, hooldamine ja arendamine. Vaid neli ettevõtet ehk 20% valimist kuuluvad biotehnoloogia valdkonda ning kaks ettevõtet energeetika valdkonda.

2016. aasta alguseks on kogu valimist kokku neli ettevõtet, kes on investeerimisprotsessist väljunud. Nendeks on tehnoloogiavaldkonnas tegutsevad ettevõtted Fits.me, GrabCAD, Modesat Communications OÜ ja NOW! Innovations OÜ.

Riskikapitali mittemateriaalse lisandväärtuse hindamiseks koondas autor valimisse kuuluvate ettevõtete hinnangud riskikapitalistide mittemateriaalse panuse kohta investeeringute kestel. Lisaks viidi 2016. aasta aprillis läbi intervjuud AS SmartCap fondihalduritega, et selgitada välja nende hinnangud ja seisukohad portfelli ettevõtetesse panustatud mittemateriaalse lisandväärtuse osas.

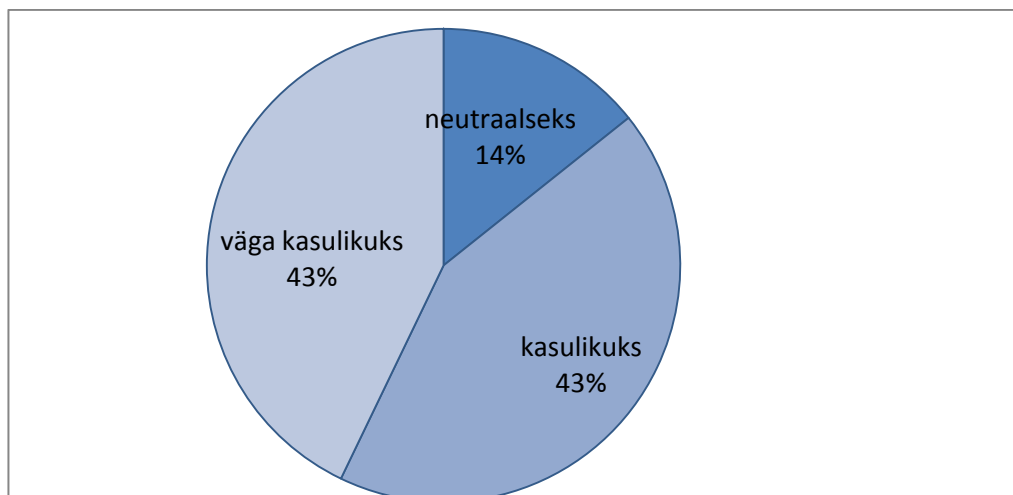
Töö autor soovis portfelli ettevõtete esindajatelt saada vastuseid seitsmele riskikapitali mittemateriaalset lisandväärtust puudutavale küsimusele (vt Lisa 2). Et tulemused oleksid võrreldavad Eestis varasemalt läbiviidud uuringutega, võeti küsimustiku koostamisel aluseks Margus Kõomägi teostatud samalaadne uuring 2004-2005. aastal ning Tiina Soomre Tuisk poolt läbiviidud uuring bakalaureusetöö "Riskikapitali lisandväärtus Eesti ettevõtetele" raames 2008. aastal. Soomre Tuisk uuringusse oli kaasatud 22 riskikapitali kasutanud Eesti ettevõtet ning Kõomägi valim koosnes 30-st riskikapitali kaasanud ettevõttest üle Eesti.

Küsimustik koostati ankeet.ee keskkonnas ning vastamise lihtsustamiseks varustati valikvastuste või hindamisskaalaga. Vastanute arvu tõstmiseks ning õiglasemate vastuste saamiseks andis autor küsitletavatele kinnituse, et vastuseid ja hinnanguid töös ei isikustata. Küsimustikule vastasid keskkonnas 50% ehk 10 valimi ettevõtet. Mittevastanud ettevõtete esindajatega võttis töö autor eraldi ühendust ning lisaks saadi telefonivestluse ja e-kirjade vahendusel veel hinnangud neljalt ettevõttelt. Kokkuvõttes saadi vastused 14 ettevõttelt 20st, mis moodustab 70% koguvalimist. Eraldi kontakteerumise käigus saadud vastuseid peab töö autor ankeetküsitlusest väärtuslikumaks. Seda eelkõige just seetõttu, et telefonivestluse ja e-kirjade vahendusel õnnestus ettevõtete esindajatelt saada täiendavaid kommentaare ja põhjendusi oma seisukohtadele AS SmartCap fondihaldurite panuse ja riskikapitaliinvesteeringu perioodil toimunud tegevuste kohta.

Nii nagu eelpool mainitud, viis töö autor lisaks ankeetküsitlusele hinnangute võrdlemiseks läbi ka intervjuud AS SmartCap fondihalduritega, et saada investeeringuid haldava osapoole seisukohad riskikapitali mittemateriaalse lisandväärtuse ja panuste ulatuste kohta. ASis SmartCap oli uuringu läbiviimise hetkel 20 portfelli ettevõtet jaotatud kolme fondihalduri vahel. Autor soovis hinnanguid kõigilt portfelli halduritelt, kuid kahjuks ei õnnestunud vaatamata korduvatele katsetele saada kontakti ühega halduritest ning üks halduritest nõustus küsimustele vastama vaid e-kirja vahendusel. Antud töös on tulemused seega esitatud kahe fondihalduri hinnangute põhjal. Vastavalt kokkuleppele intervjuueeritavatega, ei isikustata töös haldurite hinnanguid ning vastused esitatakse kujul fondihaldur A ja fondihaldur B. Fondihaldurite taust ja kogemused on ära toodud käesoleva töö lisa nr 3.

2.3. Riskikapitali mittemateriaalse lisandväärtuse analüüs AS SmartCap portfelli ettevõtetes

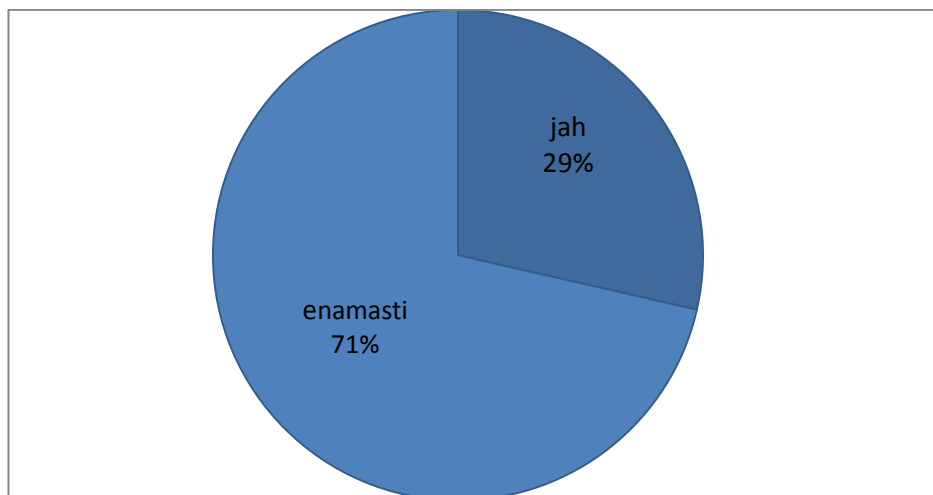
Esimene küsimus, millele autor soovis e-küsitluse kaudu portfelli ettevõtete vastuseid saada, oli nende kõige üldisem hinnang riskikapitali kaasamise kasulikkuse kohta (joonis 4, lk 33). Valikutena oli võimalik valida skaalal viie erineva võimaluse vahel, milleks oli: pigem mittetulusaks, vähetulusaks, neutraalseks, kasulikuks ning väga kasulikuks.



Joonis 4. Portfelliettevõtte hinnang riskikapitalisti kaasamise kasulikkuse kohta (autori koostatud)

Kuus ettevõtet hindasid riskikapitali kaasamist väga kasulikuks ning teist samapalju kasulikuks. Kaks ettevõtet pidasid riskikapitali kaasamist ettevõtte arendamiseks neutraalseks. Mittetulusaks ja vähetulusaks ei peetud riskikapitali kaasamist ühegi portfelli ettevõtte poolt. Hinnates antud vastuseid järgnevate küsimuste aspektidest, mis puudutavad riskikapitali mittemateriaalse lisandväärtuse erinevaid liike, selgub, et riskikapitali kasulikkuse all peetakse portfelli ettevõtete esindajate poolt peamiselt silmas selle materiaalsel väärtust ettevõtte arenguks. Seda kinnitavad ka vastanute kirjeldused ankeetküsitluse lõpus, kus töö autor palus ettevõtte esindajatel selgitada, miks otsustati kaasata ettevõtte arengusse just riskikapitali. Ankeedi viimase punkti juures paluti vastajatel vabas vormis põhjendada, miks otsustati ettevõtte arengusse riskikapitali kaasata (vt tabel 5, lk 38) ning antud vastustest selgus, et portfelli ettevõtete esindajatel seatud ootused kapitaliga kaasneva mittemateriaalse lisandväärtuse osas valdavalt puudusid. Lisatud kommentaarides selgitati, et esmaseks eemärgiks seati eelkõige rahalise kapitali leidmine ja lisandväärtuse osatähtsus ei olnud määravaks teguriks.

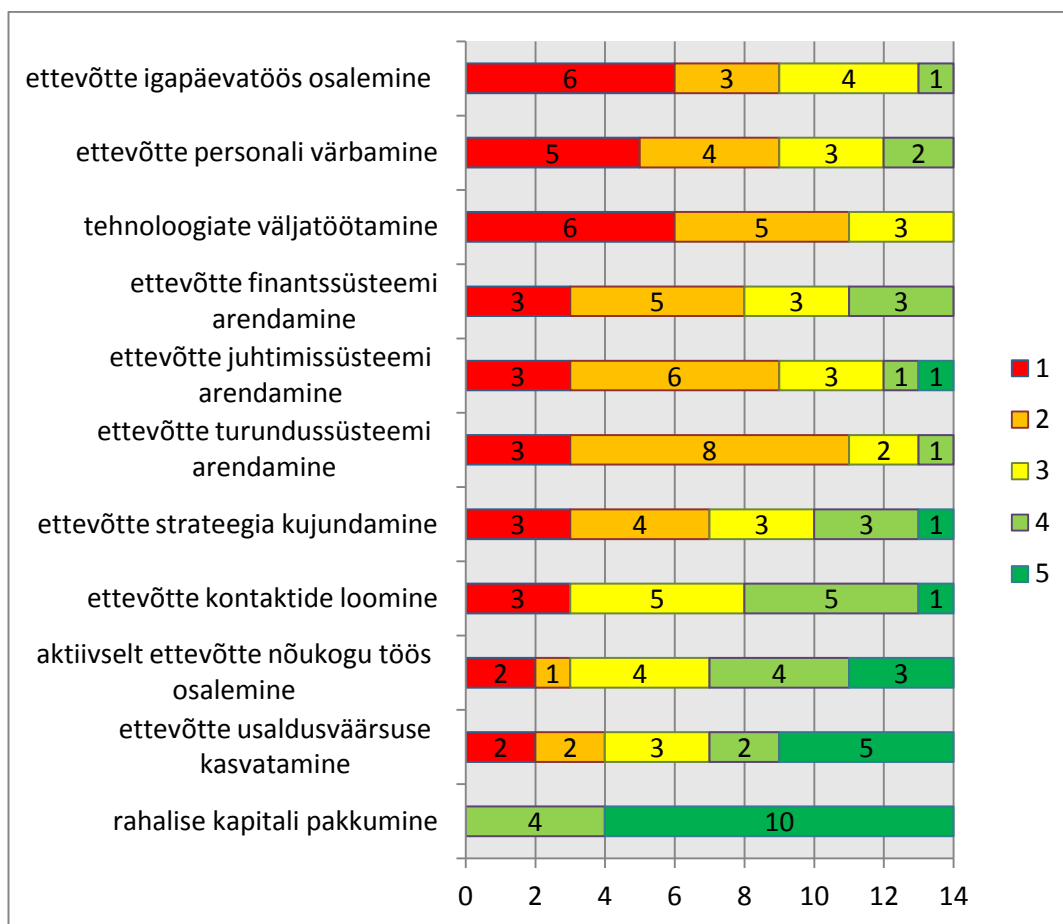
Järgnevalt soovis autor saada vastuseid küsimusele, kas riskikapitalist vastas investeerimisprotsessi käigus ettevõtja esialgsetele ootustele. Vastata paluti kas jah, enamasti või ei vastanud ootustele (joonis 5, lk 34).



Joonis 5. Portfelli ettevõtte hinnang riskikapitalisti vastavuse kohta nende ootustele (autori koostatud)

Ühegi hinnangu kohaselt ei peetud riskikapitalisti ootustele mittevastavaks. Valdav enamus ehk 71% hindas, et riskikapitalist vastas nende ootustele enamasti ning 29% ehk neli ettevõtjat vastas küsimusele jaatavalt. Nii nagu eelneva, nii ka selle küsimuse vastuse juures on ettevõtete esindajate poolt silmas peetud riskikapitalisti materiaalsel panust ettevõtte arengusse. Töö autor ei rõhutanud ankeedis, et vastajad hindaksid riskikapitalisti panust ainult mittemateriaalse lisandväärtuse aspektist ning sellest lähtuvalt on üldised riskikapitali kasulikkuse hinnangud antud materiaalse ja mittemateriaalse lisandväärtuse koosmõju hinnates.

Seejärel sooviti viiepunkti-süsteemis saada ettevõtjate hinnanguid erinevat liiki lisandväärtuse kohta, millesse riskikapitalist(id) investeringu käigus on lisaks materiaalsele lisandväärtusele panustanud. Skaalal hindamiseks olid esitatud järgmised lisandväärtuse liigid: rahalise kapitali pakkumine, ettevõtte usaldusväärsuse kasvatamine, aktiivselt ettevõtte nõukogu töös osalemine, ettevõtte kontaktide loomine, ettevõtte strateogia kujundamine, ettevõtte turundussüsteemi arendamine, ettevõtte juhimissüsteemi arendamine, ettevõtte finantssüsteemi arendamine, tehnoloogiate väljatöötamine, ettevõtte personali värbamine, ettevõtte igapäevatöös osalemine. Igale liigile paluti hinnangut skaalal, milles hinnang 1 tähistas abi puudumist ning hinnang 5 tähistas abi väga olulisel määral (joonis 6, lk 35).



Joonis 6. Portfelliettevõtte hinnang riskikapitali lisandväärtuse kohta (autori koostatud)

Tulemustest on selgelt näha, kuidas hinnangud erinevad materiaalse ja mittemateriaalse lisandväärtuse osas. Rahalise kapitali pakkumise osas pidasid ettevõtjad abi oluliseks ja väga oluliseks (vastavalt 29% ja 71%) ning skaalal 1-3 hinnangud puudusid. Kõige enam esines mittemateriaalse panuse osas positiivseid hinnanguid (hinnangud vastega 4 ja 5) riskikapitalistide abi ettevõtte usaldusväärsuse kasvatamise, aktiivselt nõukogu töös osalemise ning ettevõtte kontaktide loomise juures.

Pigem puuduvaks või puuduvaks (hinnangud vastega 1 ja 2) hinnati riskikapitalisti mittemateriaalset panust kaheksa kriteeriumi juures üheteistkümnest. Seejuures toodi ka hinnangu kommenteerimise juures eraldi välja, et riikliku riskikapitali investeringu ja selle juhtimise juures on tõsiseid puudujääke tulenevalt ebakompetentsetest ja ettevõtluskogemust mitteomavatest inimestest. Mittemateriaalse panuse osas hinnati kõige kriitilisemalt abi ettevõtte tehnoloogiatega väljatöötamise, personali värbamise ja ettevõtte igapäevatöös osalemise juures. 43% vastanutest pidas abi ettevõtte

igapäevatöös osalemise ning tehnoloogiate väljatöötamise juures riskikapitalisti abi puuduvaks. 36% vastajatest hindas riskikapitalisti abi puudumist ka ettevõtte personali värbamise juures.

Hinnangute aritmeetilise keskmise järgi hinnati kõige olulisemaks panuseks ikkagi just rahalise kapitali pakkumist. Seda hinnangut toetasid ka ankeedi viimase küsimuse vastused riskikapitali kaasamise kasuks otsustamise kohta. Mittemateriaalsete lisandväärtuste poolelt hinnati kõige kõrgemate väärtustega ettevõtte usaldusväärtuse kasvatamine ja riskikapitalisti aktiivne osalemine ettevõtte nõukogu töös (joonis 7).



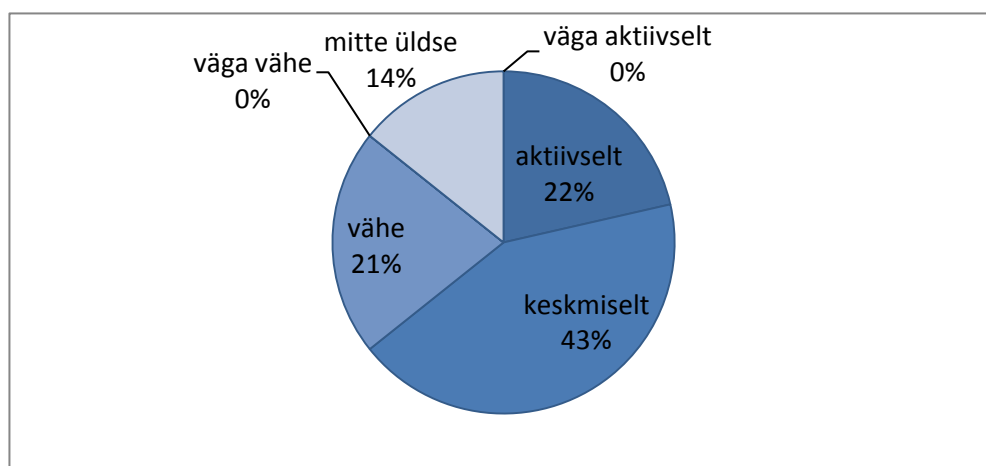
Joonis 7. Portfelliettevõtete keskmine hinnang riskikapitali lisandväärtuse kohta (autori koostatud)

Kõige madalama hinnangu said pakutud mittemateriaalsete lisandväärtuste liikidest riskikapitalisti abi tehnoloogiate väljatöötamise juures ning panus ettevõtte igapäevatöös osalemisse.

Keskliste hinnangute tulemusena saab järeldada, et enam kui poolte mittemateriaalse lisandväärtuse või abi liigi juures hinnatakse portfelliettevõtete poolt neid pigem puudulikuks ehk väärtusega alla kolme punkti viiepunkti skaalal. Lisaks rahalise

kapitali pakkumisele hinnati keskmisest positiivsemaks vaid kolme mittemateriaalse lisandväärtuse aspekti, milleks oli abi ettevõtte usaldusväärsuse kasvatamisel, nõukogu töös osalemine ning kontaktide loomine, kuid ka nende vastuste keskmine hinnang jäi vahemikku väärtusega 3,07-3,43.

Veel soovis autor ettevõtjate hinnangut selle kohta, kui aktiivselt osales riskikapitalist nende ettevõtte juhtimises. Võimalikud vastusevariandid ettevõtjale olid: väga aktiivselt, aktiivselt, keskmiselt, vähe, üldse mitte (joonis 8).



Joonis 8. Portfelli ettevõtte hinnang riskikapitalisti juhtimises osalemise kohta (autori koostatud)

Hinnanguga „võimalikult vähe“ ning „võimalikult aktiivselt“ vastanute seas tulemusi ei esinenud. Kõige enam ehk 43% vastustest hinnati osalemist väärtusega „keskmiselt“. Osalemist pidas väheseks või täielikult puuduvaks 35% vastanutest, seejuures on märkimisväärne veel see, et 14% vastanutest märkis riskikapitalisti ettevõtte juhtimises osalemise täiesti puuduvaks.

Viimaseks küsimuseks, millele ettevõtjate poolset hinnangut sooviti, oli päring, miks otsustas ettevõtte kaasata arenguks just AS SmartCap poolt pakutavat riskikapitali investeringut. Küsimus ei olnud valikvastusega ning ankeedis seetõttu ka mitte kohustuslikuks märgitud. Küsimusele vastasid valimist 10 ettevõtet (tabel 5).

Tabel 5. Portfelli ettevõtete põhjendused riskikapitali kaasamise kohta

Miks otsustas Teie ettevõtte kaasata arenguks just Arengufondi/AS SmartCap poolt pakutavat riskikapitali investeringut?
Varajases staadiumis aitas SmartCap tuua pardale "knowhow'd", mida äriinglitel polnud ja see on meie hilisemates finantseerimisroundides väga kasuks tulnud.
Eestis ei olnud aastal 2008 alternatiivseid riskikapitali investeringuid saadaval samas mahu.
Sellel hetkel olid nad ainuke Eesti VC, kelle poorde pöörduda. Kui me neilt "soft commitment'i" saime, oli selle najal juba lihtsam kaasinvestorit otsida. Välismaalt oleks nii varajases faasis raske olnud raha tõsta.
Kuna SmartCap professionaalsed investorid tõstavad ettevõtte usaldusväärsust ning aitavad kaasa investeringute kaasamisel.
Taotlesime alternatiivseid rahastusallikaid võimaluste piires. Saime EAS-ist T&A meetme raames toetust, samuti eksportiturunduse toetust. Toetuste kogusumma tuli ehk umbes 500,000 EURi piiresse. Investoreid pidime kaasama seetõttu, et ettevõttel puudus endal finantsvõimekus omafinantseeringu tegemiseks, samuti ei piisanuks ainult avaliku sektori toetustest kommertsfaasi jõudmiseks. Tegu oli riistvara arenduse valdkonnaga, ning selles valdkonnas kulub mitmeid miljoneid dollareid, enne kui tootega turule jõutakse. Loomulikult eelistaks võimalusel alternatiivseid rahastusallikaid, kuna investori "value add" oli peamiselt finantsiline, ja lisaks on see kõige kallim rahastusviis.
Eelnev koostöö EAFi töötajatega.
Kogemus ja network
Hetkel kui seda tegime, polnud start up-ide turg Eestis eriti arenenud. Ja raha oli vaja. Saime küllalt kiirelt kokkuleppele.
Eesti äriinglite on vähe kapitali ja SmartCap võimaldab kaasata suuremat kapitali
Alustavale ettevõttele on AF/SmartCapi poolne investering, kuhu peab olema kaasatud ka erasektori investering samas mahu, hea võimalus leida äriplaanile finantseering. Riigi poolne kapital on kodumaine ja kindlustunde poolest hea näitaja ka tulevaste investeerimisringide kaasamisel.

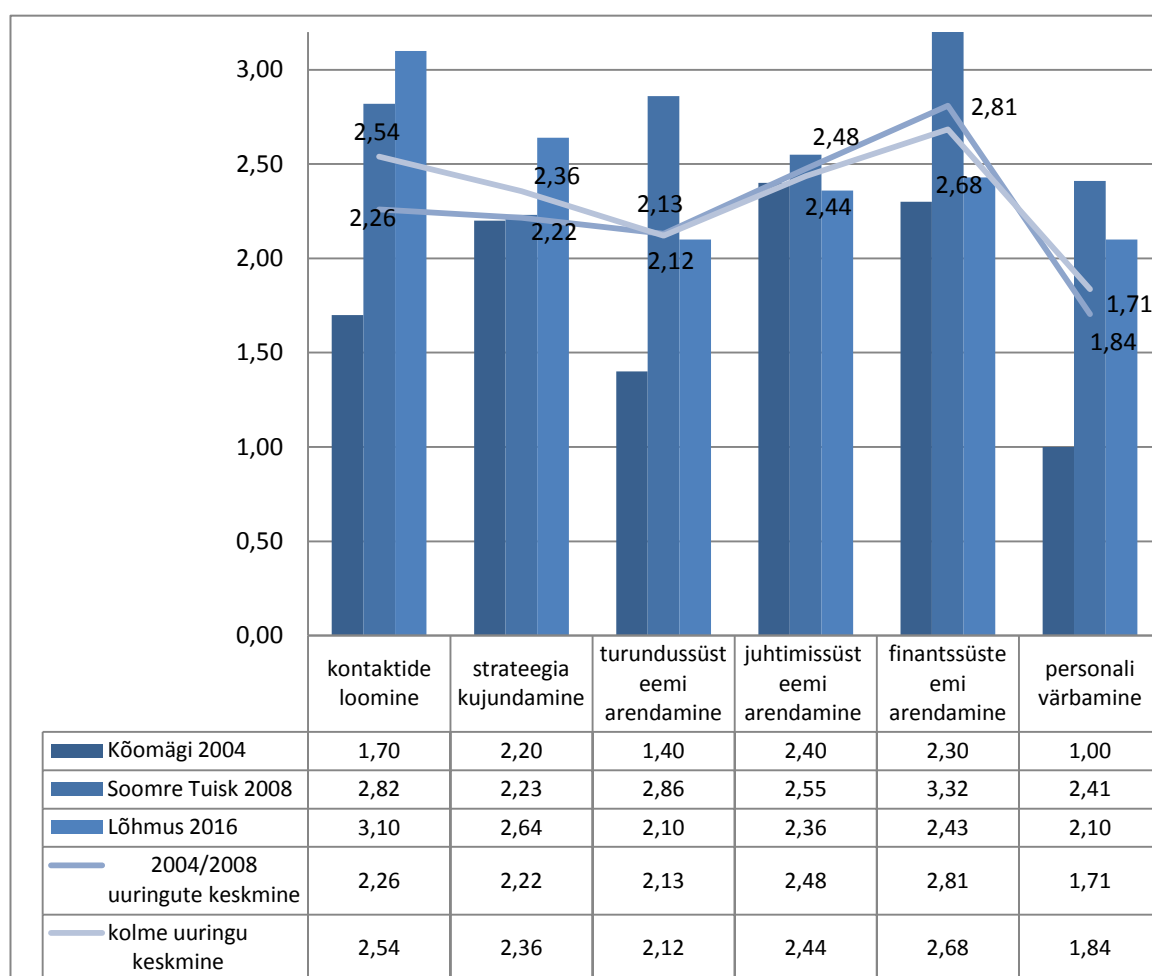
Allikas: autori koostatud

Põhjendused olid ettevõtetel väga erinevad. Kuul juhul ehk enam kui pooled vastajad põhjendasid riskikapitali kaasamist asjaoluga, et lisakapitali vajaduse rahuldamiseks ei ole ettevõttel Eestis võimalik leida vajalikus mahu teisi rahastusallikaid ning riskikapitali kaasamine oli ainus või parim saadaolev võimalus. Peamiseks tõukeks ei peetud niivõrd kapitaliga kaasnevat mittemateriaalset lisandväärtust, vaid kapitali mahtu, mida ei olnud võimalik teistelt pakkujatelt hankida.

Võrreldes varasemalt läbiviidud uuringute tulemustega, on antud juhul riskikapitali kaasanud ettevõtete hinnangud riskikapitali kaasamise osas pragmaatilisemad. Rahaga kaasnevat riskikapitali mittemateriaalset lisandväärtust mainisid ankeetküsitluse

viimases, vabas vormis põhjenduse juures küll neli vastajat kümnest ehk 40% vastanutest, kellest pooled ehk 20% olid aga ise samal hetkel ka SmartCap fondihalduri rollis. Sellest tulenevalt otsustas autor tulemuste tõlgendamise õigsuse ja erapooletuse tagamiseks elimineerida vastustest fondihaldurite hinnangud, mille tõttu tulemuste vahekorraks kujunes 25/75 mittemateriaalse lisandväärtuse mittetähtsustamise kahjuks.

Autor soovis küsitluse tulemusi võrrelda ka varasemalt Eestis läbiviidud samalaadsete uuringute tulemustega. Selleks kõrvutati kõigis kolmes küsitlustes kattuvad mittemateriaalsete lisandväärtuste hinnangute tulemused (joonis 9).



Joonis 9. Portfelli ettevõtte hinnang riskikapitali lisandväärtuse kohta võrrelduna Eestis eelnevalt läbiviidud samalaadsete uuringutega (autori koostatud)

Kokku oli tulemuste põhjal võimalik riskikapitali mittemateriaalset lisandväärtust hinnata kuuest erinevast aspektist. Nendeks oli riskikapitalisti panus ettevõtte

kontaktide loomisesse, strateegia kujundamisse, turundus-, juhtimis- ja finantssüsteemi arendamisse ning personali värbamisse.

Kui järjestada läbiviidud uuringud ajaliselt, siis on aastate jooksul järjest positiivsemaks muutunud portfelliettevõtete hinnang riskikapitalistide panuse kohta ettevõtte kontaktide loomise ja strateegia kujundamise abi osas. Samas võrreldes majandusõitsengu aastatel põhinevate hinnangutega, mida kajastas Soomre Tuisk uuring 2008. aastal, on käesolevaks perioodiks langenud portfelliettevõtete arvamus riskikapitalisti panuse kohta ettevõtte turundus- ja finantssüsteemi arendamise osas. Mõneti on viimases uuringus võrreldes eelnevaga madalam hinnang ka personali värbamise ning juhtimissüsteemi arendamise kohta.

Kõige kõrgema keskmise hinnanguna kõigi kolme uuringu peale kokku on aga samas hinnatud just mittemateriaalse lisandväärtusena riskikapitalisti panust portfelliettevõtte finantssüsteemi arendamisel. Sellele järgneb panus ettevõtte kontaktide loomisesse. Kõige madalama hinnangu on keskmist arvestades saanud aga just panus personali värbamises. Kui võrrelda portfelliettevõtete hinnangute põhjal riikliku riskikapitalifondi fondihaldurite panust, võib luua paralleeli Kõomägi (2003), Lerner (1999) ning Liblik (2006) poolt viidatud riikliku riskikapitali institutsiooni puudustega, milles toodi esile, et olulise negatiivse poolena võib esile kerkida asjaolu, et riikliku riskikapitalifondi poolt pakutav panus piirdub vaid rahalise kapitaliga ning riskikapitali eelis, kogemused, sotsiaalne kapital ning juhtimiskompetentsid, jäävad saamata. Seejuures on oluline rõhutada, et eelnevates uurimustes ei ole eraldi käsitletud riikliku riskikapitali pakkujate kaasamist.

Hinnangute võrdlemiseks fondihaldurite ja portfelliettevõtete esindajate seisukohtadest, viis töö autor läbi intervjuud AS SmartCap fondihalduritega. Eesmärgiks oli saada investeringuid haldava osapoole seisukohad riskikapitali mittemateriaalse lisandväärtuse ja panuste ulatuste kohta. Intervjuude käigus saadud vastused neljale põhiküsimusele on esitatud tabelis 6.

Tabel 6. Portfelli haldurite hinnangud

1. Kui aktiivselt osales riskikapitalist ettevõtte juhtimises?
<p>Fondihaldur A: Osalen ettevõtetes erineva aktiivsusega, varieeruvus on nii üle ettevõtete kui ka aja. Varieeruvuse põhjuseid on mitmeid, mh ettevõtte vajadused, minu võimekus ettevõtet aidata, teiste asjakohaste inimeste olemasolu, ettevõtte olulisus fondi vaatevinklist, minu ajabilanss jne.</p> <p>Fondihaldur B: Traditsiooniliselt ei võta riskikapitalist igapäevajuhtimises aktiivset rolli, näiteks juhatuse liikme positsiooni. Küll aga osalevad nad strateegilise taseme juhtimises, Eesti kontekstis siis nõukogu liikmena. Koormus selles rollis sõltub suuresti ettevõtte seisundist ja antud rollis ettetulevate teemade mahukusest, see võib olla üks koosolek kord kuus või 1-2 täistööpäeva nädalas.</p>
2. Millist abi ettevõtte vajab lisaks rahale? Oskate Te äkki selle eraldi välja tuua iga oma portfelli ettevõtte kohta
<p>Fondihaldur A: Ettevõtteid on (olnud) mitu ja nende vajadused muutuvad üle aja oluliselt. Aastaid on olnud mitmeid. Tervikliku ülevaate andmine oleks väga mahukas töö.</p> <p>Fondihaldur B: Enamasti mainivad riskikapitalistid nn tarka raha, st nad justkui pakuvad enam kui raha. Reaalsus on see, et mida kaugemale oma arengukõveral on ettevõtte jõudnud, seda vähem on riskikapitalistil talle pakkuda. Omas kitsas (tehnoloogia või teenusespetsiifilises) valdkonnas üldjuhul on ettevõtja alati targem kui investor – välja arvatud harvadel erandjuhtudel väga alustavate ettevõtete puhul, kus investoriks on just selles kitsas valdkonnas reaalselt kogemust omav investor. Üks valdkond aga, kus investor alati saab kasuks olla, on oma võrgustiku avamine ettevõtjale – seda nii järgmiste investeeringute saamiseks, strateegilisteks partnerlusteks või lihtsalt klientide leidmiseks. Teadlikud investorid pühendavad olulise osa oma ajaressursist oma võrgustiku arendamisele, kuna see on väga oluline tegur nende tegevuse jaoks – mitte ainult ettevõtetele vaid ka neile endile, kuna aitab leida kvaliteetseid investeerimisobjekte, kasvatada ettevõtete väärtust ja lõpuks teha edukaid investeeringust väljumisi. Kolmas oluline osa investorite väärtusest ettevõtte jaoks on arutelupartneriks olemine asutajale/tippjuhile. Juhtimispsühholoogia vallast on teada, et inimesed kellel ei ole samal hierarhiatasemel või temast kõrgemal dialoogipartnerit, kipuvad kapselduma teatud ideedesse. Dialoogis ei pruugi investor alati ise parematele ideedele tulla, aga pakudes võimalust olulisi teemasid läbi arutada (ja lisades sinna oma silmaringi/kogemustepagasi) on dialoogi tulemusel sündinud otsused enamasti paremad kui üksi välja mõeldud. Oluline märksõna on siin kastist välja mõtlemine ja nn outsider's view.</p>
3. Mida saab muuta ja mida ei saa muuta portfelli haldur portfelli ettevõtte käekäigu juures (ettevõtte strateegilised otsused, igapäevane juhtimine jne)?
<p>Fondihaldur A: Lihtne vastus on siin see, et investor ei peaks sekkuma taktikalistesse otsustesse. Aga samas võib varase faasi tiimide puhul esineda juhtumeid, kus tiim küsib ka selle taseme otsuste puhul nõu. Selles stsenaariumis nõu andmine on aktsepteeritav.</p> <p>Fondihaldur B: Portfelli haldur ainuisikuliselt ei saa muuta väga palju – vähemalt paremuse suunas mitte, tuksi keerata saab ikka. Üheks põhjuseks on siin see, et riskikapitalist enamasti ei võta kontrollivat, st enamusosalust ja seega ei saa soleerida. Eduka investeeringujuhtimise saladus peitub koostöös ja sealjuures ka paratamatult inimeste omavahelises klapis. Ega ilma-asjata ei räägita, et investeeringu tegemisel üks olulisemaid (kui mitte kõige olulisem) kriteerium on meeskonna kvaliteet. Siin on olulised nii meeskonna kogemus, investorite usk sellesse et nad suudavad/ oskavad idee ellu viia, aga ka sellised veelgi subjektiivsemad näitajad nagu nn coachability ja lihtsalt iseloomude sobivus. Investeering kestab enamasti 5-10 aastat ja kui inimestel iseloomud juba algusest peale ei sobi, siis suure tõenäosusega see investeering edukaks ei kujune. Konkreetsetes asjades mida haldur saab muuta strateegilises või operatiivses juhtimises, sõltuvad enamasti temale investeerimislepinguga antud õigustest. Näiteks võivad investoritel teatud küsimustes olla vetoõigused ja neid rakendades või nendega ähvardades blokeerida teatud arenguid</p>
4. Kas ja kui palju portfelli haldur riskikapitali investeerimisega kaardistab/mõõdistab/jälgib mittemateriaalset panust?
<p>Fondihaldur A: Me jälgime enda antud nõuannete kvaliteeti – kas neid võetakse arvesse ja kui võetakse, siis millised on tekkinud tulemused. Sellist tagasisidet arvestades püüame parandada enda nõuannete kvaliteeti.</p> <p>Fondihaldur B: Ei saa küsimusest aru</p>

Allikas: autori koostatud

Küsimusele, kui aktiivselt osales riskikapitalist ettevõtte juhtimises, vastati, et see on otseselt sõltuv ettevõtte tegevusvaldkonnast ning fondihalduri taustast. Fondihaldur A hinnangu kohaselt varieerub osalemise aktiivsus ettevõtete kaupa ning osalemine sõltub ettevõtete vajadustest ja ettevõtte olulisusest fondi vaatevinklist ning fondihalduri ajalisest ressursist. Fondihaldur B hinnangul ei võta haldur tavaliselt ettevõtte igapäevasest juhtimisest osa, kuid osaletakse nõukogu liikmena ning koormus selles rollis sõltub ettevõtte seisundist ja teemade mahukusest.

Fondihalduritel paluti portfelli ettevõtete kaupa ka hinnata, millist abi ettevõtted lisaks rahale on kõige enam vajanud. Fondihaldur A hinnangul oleks taolise ülevaate andmine liiga mahukas ülesanne, sest ettevõtteid on mitmeid ning nende vajadused erinevad. Fondihalduri B seisukoht oli, et enamasti nimetatakse riskikapitalistide poolt investeringut targaks rahaks, mis tuleneb asjaolust, et pakutakse justnagu enamat kui lihtsalt raha. Ta märkis, et reaalsuses sõltub tegelikult riskikapitalisti panus ettevõtte arenguetapist ehk mida kaugemale oma arengukõveral on ettevõtte jõudnud, seda vähem on riskikapitalistil talle lisandväärtust pakkuda. Tavaliselt on spetsiifilistes küsimustes ettevõtjal endal rohkem teadmisi kui investoril, välja arvatud juhtudel, kui investoriks on just konkreetses kitsas valdkonnas reaalseid kogumusi omav haldur. Halduri hinnangul on üheks valdkonnaks, kus investor alati saab kasuks olla, on oma võrgustiku avamine ettevõtjale. Portfelli halduri sõnutsi pühendavad teadlikud investorid olulise osa oma ajaressursist oma võrgustiku arendamisele, kuna see mõjutab olulisel määral nende tegevust. Selle juures on silmas peetud mitte ainult mõju ettevõtetele, vaid ka investorile endale, sest selline tegevus aitab leida kvaliteetseid investeerimisobjekte, kasvatada ettevõtete väärtust ja lõpuks teostada edukaid investeringust väljumisi. Kolmas oluline osa investori väärtusest ettevõtte jaoks on portfelli halduri hinnangul arutelupartneriks olemine asutajale/tippjuhile. Portfelli haldur viitas juhtimispsühholoogia alusele, mille puhul on teada, et inimesed, kellel ei ole samal hierarhiatasemel või temast kõrgemal dialoogipartnerit, kipuvad kapselduma teatud ideedesse. Oluline märksõna portfelli halduri hinnangul on nn „kastist välja“ mõtlemine.

Töö autor palus portfelli haldurite hinnangut ka sellele, kas ja kui palju üldse nende roll võimaldab muuta portfelli ettevõtte käekäiku. Haldurite seisukohad selles osas suuresti kattusid. Arvati, et portfelli haldur ainuisikuliselt ettevõtte käekäiku väga palju paremuse

suunas muuta ei saa, küll aga võib negatiivset mõju avaldada. Haldurid olid seisukohal, et investor pigem ei peaks sekkuma ettevõtte taktikalistesse otsustesse, välja arvatud juhtudel kui ettevõtte varajases arengustaadiumis seda ise küsib. Fondihalduri B selgituste kohaselt peitub iga eduka investeerimise tuum heas koostöös ja inimeste omavahelises sobimises ning investeeringu tegemisel on kõige olulisemaks kriteeriumiks meeskonna kvaliteet, nende kogemus, iseloomude sobivus ja ka investori usk sellesse, et meeskond suudab ja oskab ideed ellu viia. Ta viitas, et kui 5-10 aastat kestva investeeringu alguses on selgelt näha, et inimeste iseloomud omavahel ei sobi, on tõenäosus, et investering ei kujune edukaks, väga suur. Tema sõnutsi sõltuvad konkreetsed asjad, mida haldur saab muuta strateegilises või operatiivses juhtimises, enamasti temale investeerimislepinguga antud õigustest. Näiteks võivad investoritel teatud küsimustes olla vetoõigused ja neid rakendades või nendega ähvardades blokeerida teatud arenguid.

Veel huvitas autorit küsimus, kas ja kui palju portfelliinid riskikapitali investeerimisega jälgivad ja kaardistavad enda poolt antavat mittemateriaalset panust. Selgus, et otsest seiresüsteemi välja töötatud ei ole, kuid Fondihalduri A sõnul jälgitakse nende poolt antud nõuannete kvaliteeti selle kaudu, kas ja kuidas portfelliinide neid arvesse võtab ja millised on tekkinud tulemused. Seda tagasiside arvestades püütakse haldurite antava nõuannete kvaliteeti parendada. Siiski puudub fondil mittemateriaalse lisandväärtuse panuse hindamise raamistik ja kvaliteedi parandamise visioon ning tulemusi seiratakse ikkagi vaid portfelliinide finantsnäitajate muutumise baasil.

Võrreldes omavahel fondihaldurite ja portfelliinide esindajate hinnanguid riskikapitali mittemateriaalse lisandväärtuse kohta investeringute kestel, ei ole erinevus halduri ja ettevõtja rollist lähenedes märkimisväärne. Riskikapitali kaasamise kasuks otsustamisel ei olnud portfelliinidele määravaks sellega kaasnev mittemateriaalne panus, vaid pigem hinnati seda kui ainsat või parima võimaliku lahendusega viisi ettevõttele lisaraha hankimiseks. Küsitluse vastustest selgub, et fondihaldurid ise hindavad samuti enda panust portfelliinide abistamisel pigem tagasihoidlikuks ja toovad välja, et fondihalduri panus sõltub portfelliinide tegevusvaldkonnast ja ettevõtte olulisusest fondi vaatevinklist. Siiski tõstavad portfelliinid enda panust ettevõtete abistamisel enam esile kui portfelliinide esindajad. Negatiivseks pooleks

on siin asjaolu, et nõustamissüsteemi parendamiseks ja mittemateriaalsete lisandväärtuste efektiivsemaks panustamiseks portfelliettevõtete tulemusi eraldi ei seirata. See mõjutab oluliselt nõustamissüsteemi kui riskikapitaliga kaasneva teenuse kvaliteeti. Oluliseks peetakse fondi poolt senini vaid finantstulemuste jälgimist, mille pinnalt aga ei ole võimalik eraldi mõõta portfellihalduri poolt antud mittemateriaalse panuse kasulikkust.

2.4. ASi SmartCap portfelli ettevõtete mittemateriaalse lisandväärtuse analüüsi järeldused ja ettepanekud

Läbiviidud uuringute tulemused Eesti riikliku riskikapitalifondi mittemateriaalse panuse osas portfelliettevõtetele ei olnud autorile ootuspärased. Aastal 2008 Soomre Tuisk poolt Eestis läbi viidud riskikapitali uuringus, kus samuti keskenduti muuhulgas ka riskikapitali mittemateriaalse lisandväärtuse hindamisele, oli keskmine portfelliettevõtete hinnang riskikapitali mittemateriaalse panuse kohta valitud kuuest kriteeriumist nelja lõikes kõrgem. Sellest lähtuvalt eeldas autor, et aastate jooksul on ka riskikapitalistid pideva monitoorimise ning kogemuste juurdehankimise tulemusena panust portfelli ettevõtetele veelgi kasvatanud.

Enne uuringu läbiviimist tutvus autor detailselt varasemalt teostatud uuringutega ning leidis, et eelnevates uuringutes on pigem tuginetud järelduste tegemisel portfelliettevõtete seisukohtadele, kus hinnati nende arvamusi riskikapitali mittemateriaalse lisandväärtuse osas ning võrreldi tulemusi finantsnäitajate muutumisega investeringu järgselt. Sellest tulenevalt ei vaadeldud antud töös eraldi portfelliettevõtete majandusnäitajate muutumist investeerimisperioodi jooksul vaid võrreldi fondihaldurite ja portfelliettevõtete esindajate seisukohti ainult riskikapitali mittemateriaalse lisandväärtuse aspektist. Käesolevas töös soovis autor just hinnangud mõlema osapoole ehk riskikapitalisti ja portfelliettevõtte esindaja vaatenurkadest. Kogudes portfelliettevõtete seisukohad riskikapitali investeringute järgselt tegelikkuses lisandunud mittemateriaalse lisandväärtuse kohta ning kõrvutada neid fondihaldurite seisukohtadega oma panuse osas portfelliettevõtte tulemuste mõjutamisel investeringute kestel, olid tulemused eelnevatest uuringutest erinevad.

Portfelliettevõtete esindajate küsitluse tulemusena kerkis vastustest esile kriitiline hinnang just riikliku riskikapitalifondi strateegia ja panuse osas. Ettevõtjate kommentaaridena tuli esile, et kahe erineva riskikapitali investeringu osa ehk riiklikku ja erakapitali/kaasinvestorite panus mittemateriaalse lisandväärtuse aspektist on Eestis väga erinev. Riikliku riskikapitali investeringute juhtimist hinnatakse ettevõtjate poolt puudulikuks, sest selle investeerimise reeglistik ja kriteeriumid erinevad oluliselt erakapitaliga panustavate kaasinvestorite omadest ning investeringute tegemise juures on otsustajateks seejuures vähese ettevõtluskogemuse ja kompetentsiga inimesed. Kõige positiivsemaks hinnati kaasatud riskikapitali juures ikkagi just selle materiaalsel väärtust ning mittemateriaalse lisandväärtuse poolelt usaldusväärse kasvatamise aspekti. Viimase puhul tõsteti esile eriti seda, et riigi osalusega investering aitab kaasa erasektorist kapitali kaasamisele. Viidati, et riigipoolne kapital on just ettevõtte maine ja kindlustunde loomise poolest hea näitaja ka tulevaste investeerimisringide kaasamisel ning kuna Eesti äriinglitel ei ole sageli piisavalt kapitali, pöörduakse ASi SmartCap poole just suurema kapitali kaasamise võimaluse tõttu. Teisalt toodi veel esile, et võimalusel kaasaks ettevõtte alternatiivseid rahastusallikaid, sest saadav lisandväärtus on enamasti vaid finantsiline, mis ei kaalu üles selle finantseerimismeetodi lõplikku hinda ettevõtte jaoks.

Autor peab antud empiirilise uuringu juures oluliseks plussiks selle läbiviimise perioodi, ning koguvahimist ülekaaluka osa hinnangute kaasamist. Paljude portfelliettevõtete puhul on riskikapitali investeringu tegemise hetkest möödunud 5-7 aastat, mistõttu hõlmab koondhinnang erinevaid riskikapitali investeerimise elutsükli etappe.

Üheks oluliseks järelduseks oli küsimustiku hinnangute juures veel ka see, et Eestis ei ole potentsiaalsete ettevõtete arenguks võimaldatav riskikapitali maht piisav, mistõttu kaasatakse varajases kasvufaasis riigi osalusega riskikapitali just eesmärgiga suunduda suurematele turgudele. Alustaval ettevõttel on rahvusvaheliselt lisakapitali kaasamine äärmiselt keeruline ja riikliku investeringu maine aitab luua usaldusväärset. Mittemateriaalse panuse tähtsust selle juures eraldi ei hinnata ja/või ei oodata portfelliettevõtte poolt, sest ettevõtjad on valdavalt seisukohal, et nii innovatiivsetes kasvuvaldkondades ei ole siinsed riskikapitalistid vajalike reaalsete kogemustega, et materiaalse panuse juurde mittemateriaalsel lisandväärtust portfelliettevõtte jaoks luua.

Osalt jagasid sellist arvamust ka AS SmartCap fondihaldurid. Nende hinnangul on mittemateriaalne panus portfelli ettevõtete käekäigule varieeruv ning üldjuhul on portfelli kuuluvate ettevõtete puhul tegemist väga kitsa spetsiifilise valdkonnaga, milles ettevõtja omab selgelt rohkem teadmisi kui investor, mistõttu ei ole riskikapitalistidel neile selles osas palju lisandväärtust pakkuda.

Lähtuvalt analüüsi tulemustest on autor seisukohal, et Eestis on tähtis arendada riskikapitali pakkumist riiklikul tasandil, kuid seejuures on oluline kaasata põhjalike finantsalaste teadmistega investeringujuhtide kõrvale ka suurema mittemateriaalse lisandväärtuse andmiseks rahvusvahelise ettevõtluskogemusega ja erinevate tegevusalade spetsiifikaid tundvaid inimesi. Nagu paistis silma riskikapitali kaasanud ettevõtjate hinnangutest, lisab riiklikul tasandil riskikapitali pakkumine alustavale ettevõttele usaldusväärust, et suuremaks kasvuks järgmistes etappides olla võimelised kaasama investeringuid rahvusvahelisel tasandil. Lisaks on riikliku riskikapitali pakkumine oluline selle mahtude osas, sest arvestades Eesti väiksust, ei ole siin noorel ettevõttel palju valikuid suuremahuliste investeringute kaasamiseks teistest allikatest. Samas ei pruugi riigi valikud eelisarendatavate valdkondade osas olla alati ainuõiged ning seetõttu jäetakse tähelepanuta mitmed potentsiaalsed ettevõtted, kes vajaksid samuti arenguhüppeks riigipoolset tuge. Lisaks tuleb tähelepanu juhtida, et kahjuks ei koguta paremate otsuste tegemiseks ka elluviidavate strateegiate raames piisavalt tagasisidet, et selle analüüsimise tulemusena toetada tõhusama ettevõtluspoliitika kujundamist. Ühest lahendust nendes küsimustel ei eksisteeri. Autori hinnangul annaks parandada investeringute kestel lisanduva nõustamisteenuse väärtust sobiva hindamissüsteemi väljatöötamisel ning läbi kogutava tagasiside analüüsimise tõhustada erinevate mittemateriaalsete lisandväärtuste kvaliteeti.

KOKKUVÕTE

Ettevõtte arenguks erinevaid finantseerimisvõimalusi kaaludes, on riskikapitali kaasamisel mitmeid olulisi eeliseid. Kui ettevõtja sooviks on lisaks rahalisele kapitalile tuua ettevõttesse ka kogemusi ja laiendada kontaktvõrgustikku, on just riskikapital heaks alternatiiviks. Kas oodatav mittemateriaalne lisandväärtus ja rahalise kapitali eelised vastavad ka riikliku riskikapitali portfelli ettevõtete ootustele, seda uuris käesoleva töö autor Eesti riikliku riskikapitalifondi fondivalitseja, AS SmartCap, portfelli ettevõtetelt ja fondihalduritelt.

Bakalaureusetöö keskendub riskikapitaliga kaasneva mittemateriaalse lisandväärtuse hindamisele investeringu saanud portfelli ettevõtete ning riskikapitali fondi fondihaldurite seisukohtadest. Autor pidas vajalikuks uurida riskikapitali investeringutega seonduvat lisandväärtust just mõlema osapoole seiskukohtadest, sest varasemalt on Eestist läbiviidud riskikapitali uuringutes tehtud järeldused vaid riskikapitali kaasanud ettevõtete esindajate hinnangutele tuginedes. Sellest lähtuvalt seadis autor töö eesmärgiks välja selgitada Arengufondi kui Eesti riikliku riskikapitalifondi tütar ettevõtte AS SmartCap fondihaldurite poolt antud mittemateriaalse lisandväärtuse portfelli kuuluvatele ettevõtetele. Samuti huvitas autorit riskikapitali kaasanud ettevõtete hinnang riskikapitaliga kaasneva mittemateriaalse lisandväärtuse olulisuse kohta erinevate finantseerimisallikate vahel valides.

Töö eesmärgi saavutamiseks käsitles autor lisaks teoreetilisele ülevaatele riskikapitalist ja selle mittemateriaalse lisandväärtuse olemusest üldiselt ka varasemalt Eestis läbiviidud uuringuid, mis kajastavad riskikapitali kaasanud ettevõtete tulemusi nii materiaalse kui mittemateriaalse lisandväärtuse aspektist ning kõrvutas tulemusi uurimustöö raames saadud vastustega. Selle tulemusena soovis autor järeldada, kas riskikapitali kaasamise osas on portfelli ettevõtete hinnangud aastate jooksul muutunud. Uuringu oluliseks plussiks on autori jaoks selle läbiviimise periood ning koguvaimist

ülekaaluka osa hinnangute kaasamine. Paljude portfelliettevõtete puhul on riskikapitali investeringu tegemise hetkest möödunud 5-7 aastat, mistõttu saadud koondhinnang peegeldab erinevaid riskikapitali investeerimise elutsükli etappe.

Analüüsi koguvalimiks valis autor kõik 20 AS SmartCap portfelli kuulunud ettevõtet. Tagasiside riskikapitali investeringu hinnangutega õnnestus saada 14 ettevõttelt ehk 70% koguvalimi moodustanud ettevõtetest. Lisaks kaasati riskikapitali pakkuja poolsete seisukohtade saamiseks AS SmartCap portfelli haldurid, keda oli intervjuerimise ajavahemikus ametis kokku kolm. Vastused saadi kahelt portfelli haldurilt.

Küsitluse vastuste analüüsi tulemusena selgus, et kõige olulisemaks peeti riskikapitali kaasanud ettevõtete poolt siiski riskikapitali materiaalsel lisandväärtust ning kapitali kaasates ei seatud valdavalt ka sellega kaasnevat mittemateriaalsel lisandväärtust eesmärgiks. See oli ka põhjus, miks ettevõtete esindajad hindasid 71% juhtudest riskikapitali tegevuse vastavaks nende ootustele. Samas selgus riskikapitali mittemateriaalse lisandväärtuse erinevaid liike uurides (ettevõtte usaldusväärsuse kasvatamine, aktiivselt ettevõtte nõukogu töös osalemine, ettevõtte kontaktide loomine, ettevõtte strateegia kujundamine, ettevõtte turundussüsteemi arendamine, ettevõtte juhtimis- ja finantssüsteemi arendamine, tehnoloogiate väljatöötamine, ettevõtte personali värbamine ning ettevõtte igapäevatöös osalemine), et ettevõtete esindajad pidasid pigem puuduvaks või puuduvaks riskikapitalisti mittemateriaalsel panust kaheksa kriteeriumi juures kümnest. Kõige kriitilisemalt hinnati just abi ettevõtte tehnoloogiate väljatöötamise, personali värbamise ja ettevõtte igapäevatöös osalemise juures. Seejuures toodi ka hinnangu kommenteerimise juures eraldi välja, et riikliku riskikapitali investeringu ja selle juhtimise juures on tõsiselt puudujääke tulenevalt ebakompetentsetest ja ettevõtluskogemust mitteomavatest inimestest.

Mittemateriaalsete lisandväärtuste poolelt hinnati kõige kõrgemate väärtustega riskikapitalisti panust ettevõtte usaldusväärtuse kasvatamisel ja aktiivset osalemist ettevõtte nõukogu töös.

Autor eeldas enne uuringu läbiviimist, et kuna riskikapitali investeringuid on Eestis teostatud juba üle kahekümne aasta, siis selle perioodi jooksul on ka riskikapitalistid pideva monitoorimise ning kogemuste juurdehankimise tulemusena oma panust portfelli

ettevõtetele riskikapitali mittemateriaalse lisandväärtuse aspektist kasvatanud. Tulemustest selgus aga, et võrreldes varasemalt Eestis läbiviidud riskikapitali uuringute järeldustega, kus samuti keskenduti muuhulgas ka riskikapitali mittemateriaalse lisandväärtuse hindamisele, oli keskmine portfelliettevõtte hinnang riskikapitali mittemateriaalse panuse poolte kriteeriumide kohta hoopis madalam.

Portfelliettevõtete esindajate küsitluse tulemusena paistis käesolevast uuringust silma kriitiline hinnang just riikliku riskikapitalifondi strateegia ja panuse osas. Ettevõtjate kommentaaridena tuli esile, et kahe erineva riskikapitali investeeingu osa ehk riiklikku ja erakapitali/kaasinvestorite panus mittemateriaalse lisandväärtuse aspektist on Eestis väga erinev. Riikliku riskikapitali investeeingute juhtimist hinnatakse ettevõtjate poolt puudulikuks, sest selle investeerimise reeglistik ja kriteeriumid erinevad oluliselt erakapitaliga panustavate kaasinvestorite omadest ning investeeingute tegemise juures on otsustajateks seejuures vähese ettevõtluskogemuse ja kompetentsiga inimesed. Kõige positiivsemaks hinnati kaasatud riskikapitali juures ikkagi just selle materiaalsel väärtust ning usaldusväärsuse kasvatamise aspekti. Viimase puhul tõsteti esile eriti seda, et riigi osalusega investeeing aitab kaasa erasektorist kapitali kaasamisele. Viidati, et riigipoolne kapital on just ettevõtte maine ja kindlustunde loomise poolest hea näitaja ka tulevaste investeeimisringide kaasamisel ning kuna Eesti äriinglitel ei ole sageli piisavalt kapitali, pöörduakse ASi SmartCap poole just suurema kapitali kaasamise võimaluse tõttu. Teisalt toodi veel esile, et võimalusel kaasaks ettevõtte alternatiivseid rahastusallikaid, sest saadav lisandväärtus on enamasti vaid finantsiline, mis ei kaalu üles selle finantseerimismeetodi lõplikku hinda ettevõtte jaoks.

Üheks oluliseks järelduseks oli küsimustiku hinnangute juures veel ka see, et Eestis ei ole potentsiaalsete ettevõtete arenguks võimaldatav riskikapitali maht piisav, mistõttu kaasatakse varajases kasvufaasis riigi osalusega riskikapitali just eesmärgiga suunduda suurematele turgudele. Alustaval ettevõttel on rahvusvaheliselt lisakapitali kaasamine äärmiselt keeruline ja riikliku investeeingu maine aitab luua usaldusväärsust. Mittemateriaalse panuse tähtsust selle juures ei hinnata ja ei oodata, sest ettevõtjad on valdavalt seisukohal, et nii innovatiivsetes kasvuvaldkondades ei ole siinsed riskikapitalistid vajalike reaalsete kogemustega, et materiaalse panuse juurde mittemateriaalsel lisandväärtust portfelliettevõtte jaoks luua. Osalt jagasid sellist

arvamust ka AS SmartCap fondihaldurid. Nende hinnangul on mittemateriaalne panus portfelli ettevõtete käekäigule varieeruv ning üldjuhul on portfelli kuuluvate ettevõtete puhul tegemist väga kitsa spetsiifilise valdkonnaga, milles ettevõtja omab selgelt rohkem teadmisi kui investor, mistõttu ei ole riskikapitalistidel neile palju lisandväärtust pakkuda.

Kõige negatiivsemaks peab aga autor asjaolu, et AS SmartCap tegevuses puudub väljatöötatud skeem, kuidas portfelli ettevõtete paremaks nõustamiseks koguda oma tegevuse kohta tagasisidet ja sellest tulenevalt parendada kavandatavat strateegiat just investeringule mittemateriaalse lisandväärtuse andmise kasvatamiseks. Fondihalduri sõnutsi küll püütakse jagatud nõuannete kvaliteeti hinnata selle järgi, kas soovitusi võetakse arvesse ja kuidas see ettevõtte tulemusi mõjutab, kuid peale finantsnäitajate seiramise fondil tulemuste jälgimise süsteemi välja töötatud ei ole.

Ühest lahendust käsitletud probleemidele on autori hinnangul keeruline anda, kuid uuringu tulemused peegeldavad selgelt jätkuvat vajadust riskikapitali pakkumise järele riiklikul tasandil. Oluline on kaasata selle tulemuslikkuse kasvatamiseks finantsalaste heade teadmistega investeringujuhtide kõrvale ka rahvusvahelise ettevõtluskogemusega ja erinevate tegevusalade spetsiifikaid tundvaid inimesi. Samuti on tähtis koguda senisest enam ja kvaliteetsemalt tagasisidet riskikapitalistide mittemateriaalse lisandväärtuse tulemuslikkuse kohta finantsnäitajate seiramise kõrval, et toetada seeläbi tõhusama ettevõtluspoliitika kujundamist.

VIIDATUD ALLIKAD

- Ambient Sound Investment. (2016). Loetud aadressil <http://www.asi.ee/company>
- Ante, S. E. (2008). Creative Capital: Georges Doriot and the Birth of Venture Capital.
- Arengufond. (2012). AS SmartCap majandusaasta aruanne 2011. Loetud aadressil <http://arengufond.ee/wp-content/uploads/2013/04/2011-aruanne-SC.pdf>
- Arengufond. (2014). Early Fund II majandusaasta aruanne 2013. Loetud aadressil <http://www.arengufond.ee/wp-content/uploads/2013/08/EF-II-2013-aastaaruanne-final.pdf>
- Arengufond. (2016). Eesti Arengufondi likvideerimisaruanne. Loetud aadressil <http://www.arengufond.ee/wp-content/uploads/2013/08/Eesti-Arengufond-likvideerimisaruanne-konsolideeritud-2016.pdf>
- Avots, K., Strenga, R., Paalzow, A. (2013). Public venture capital in Latvia. *Baltic Journal of Economics*, 13(1): 3-30.
- BaltCapist. (2016). Loetud aadressil <http://www.baltcap.com/>
- Balti Innovatsioonifond. (2016). Loetud aadressil <http://www.kredex.ee/-riskikapital-12/balti-innovatsioonifond-4/>
- Bianca, I., Simona, A. (2012). Consultancy Services in Marketing and Management–growth factor for small and meedium enterprises. *Journal of Applied Economic Sciences*, 7(4): 373-379.
- Bloomfield, S. (2005). Venture Capital Funding. Cambrian Printers Ltd.
- Bragg, S. M. (2005). Uus finantsjuhtimise käsiraamat. OÜ Fontese Kirjastus.
- Brigham, E.F., Ehrhardt, M.C. (2011). Financial Management: Theory & Practice. 13th Edition, Cengage Learning, South-Western.
- Casson, M., Yeung, B., Basu, A., Wadeson, A. (2008). The Oxford Handbook of entrepreneurship. Oxford University Press.
- Datta, H. Debt Financing: Notable Elements to consider. Retrieved from <http://linkedstarsblog.com/-category/venture-capital/>

- Demaria, C. (2013). Introduction to Private Equity. CPI Group Ltd.
- Ehrlich, S. B., DeNoble, A. F., Moore, T., Weaver, R. R. (1994). After the Cash Arrives: A Comparative Study of Venture Capital and Private Investor Involvement in Entrepreneurial Firms. *Journal of Business Venturing* 9, pp 67-82
- EstVCA. (2016). Loetud aadressil <http://www.estvca.ee/>
- Fankhauser, D. (2013). Beyond Money: What Startups Need From Investors. Retrieved from <http://mashable.com/2013/05/20/vc-value-add/#0V8PU02cUaqG>
- Grill, L., Murtinu, S. (2014). Government venture capital and the growth of European high-tech entrepreneurial firms. *Research Policy* 43, pp 1523-1543.
- Hogg, S. (2014, 19. oktoober). 3 Ways VCs Can Add Value to Your Startup Beyond the Cash. *Entrepreneur*. Retrieved from <http://www.entrepreneur.com/article/237354>
- Juhkam, A. (2012, 03. märts). Kes pakuvad riskikapitali? *Postimees*. Loetud aadressil <http://majandus24.postimees.ee/762716/kes-pakuvad-riskikapitali>
- Kakko, H. Arengufond. Riskikapitaliinvesteeringud. Loetud aadressil <http://www.slideshare.net/Est-VCA/riskikapitalituru-arendamine>
- Kocis, J. M., Bachman IV, J. C., Long III, A. M., Nickels, C. J. (2009). Inside Private Equity.
- Kõomägi, M. (2003). Riskikapital ja selle majanduspoliitiline funktsioon. Eesti majanduspoliitika teel Euroopa Liitu: XI teadus- ja koolituskonverents. Tallinn: Berliner Wissenschafts-Verlag, Mattimar OÜ, lk 538–546.
- Kõomägi, M. (2005). Turutõrge Eesti riskikapitaliturul. XIII Majanduspoliitika Teaduskonverents, XIII teadus- ja koolituskonverentsi ettekanded - artiklid (Tartu - Värska, 30. juuni – 2. juuli 2005), Mattimar OÜ, lk 257-265 Loetud aadressil <http://www.mattimar.ee/publikatsioonid/majanduspoliitika/2005/2005.-pdf>
- Kõomägi, M. (2006). Äriahendus. Tartu: Tartu Ülikooli Kirjastus.
- Kõomägi, M. (2008). Ettevõtte finantseerimine. Finantsjuhtimise käsiraamat. Tallinn: Äripäeva Kirjastus, pt 7.
- Lahti, T. (2008). Angel investing in Finland. An analysis based on agency theory and the incomplete contracting theory. Helsinki: Hanken School of Economics, 292 p. (PhD thesis).

- Landström, H. (2007). Handbook of Research on Venture Capital. Edward Elgard Publishing, UK
- Leissoo, T. (2003, 06. jaanuar). Millist kasu saab ettevõtte riskikapitalist? *Äripäev*.
- Lerner, J. (1999). The Government as Venture Capitalist: The Long-Run Impact of the SBIR Program. *Journal of Business*, Vol 72, No 3, pp 285–318.
- Liblik, T. (2006). Riigi roll riskikapitaliturul Eesti näitel. Sepp, J., Ernits, R. (toim), Majandusarengu Institutsionaalsed tegurid. Tartu: Tartu Ülikooli Kirjastus, lk 243-278. Loetud aadressil <ftp://ftp.repec.org/opt/ReDIF/RePEc/mtk/febpdf/-febook26-07.pdf>
- Luukkonen, T., Deschryvere, M., Bertoni, F. (2013). The value added by government venture capital funds compared with independent venture capital funds. *Technovation* 33, pp 154-162.
- Meginnson, W.L., Smart, S.B. (2008). Introduction to Corporate Finance. 2nd Edition, Cengage Learning, South-Western.
- Metrick, A., Yasuda, A. (2011). Venture Capital and the Finance of Innovation. John Wiley&Sons inc.
- Ots, M. (2015). Start-up ettevõtja kapitali kaasamist lihtsustavad äriseadustiku muudatused. *Juridica* 1/2015. Loetud aadressil http://www.eversheds.com/-documents/global/estonia/ee/Juridica_2015_Maivi%20artikkel_.pdf
- Oviir: Arengufondi enam vaja pole. (2016, 29. jaanuar). *Eesti Rahvusringhääling majandusuudised*. Loetud aadressil <http://uudised.err.ee/-v/majandus/c17f9ba1-6365-4269-b550-ceda0d302b04/oviir-arengufondi-enam-vaja-pole>
- Raudsepp, V., Ivanova, N. (2006). Võõrfinantseerimise võimaluste areng Eestis ja mõju ettevõtete tulutoovusele. V. Raudsepp, P. Sander, (toim), Ettevõtte finantsjuhtimine: regionaalaspekt (lk 117-141). Tartu: Tartu Ülikooli Kirjastus.
- Riskikapital. (2016). Loetud aadressil <http://www.kredex.ee/riskikapital-12/balti-innovatsioonifondi-allfondid-3/>
- Riskikapitalifond. (2016). Loetud aadressil <https://riskiviki.wordpress.com/-turuosalised/riskikapitalifond-venture-capital-fund/>
- Robinson, R. J., Van Osnabrugge, M. (2001). Do venture capitalists behave differently when investing in high tech ventures?. *Journal of Private Equity*, 4, 31-42.

- Roos, A., Sander, P., Nurmet, M., Ivanova, N. (2014). Finantsturud ja –institutsioonid. TÜ Kirjastus.
- Sander, P. (2004). Ettevõtte finantseerimine. Finantsjuhtimise Käsiraamat. Äripäeva Kirjastus, pt 7.
- Smart Choice: the case for investing in European venture capital. (2013, aprill). The report of European Private Equity and Venture Capital Association. Retrieved from <http://www.investeurope.eu/news-opinion/opinion/blog/2013/smart-choice/>
- Small business access to external finance. (2012, 31. jaanuar). BIS Economics Paper No. 16. Department for Business, Innovation & Skills. HM Treasury. Retrieved from <https://www.gov.uk/government/publications/small-business-access-to-external-finance>
- SME Access to External Finance. (2012). Department for Business Innovation and Skills. - BIS Economics Paper No. 16. Retrieved from <http://www.bis.gov.uk>
- Smith, B. (2000). Estonia's Jump into New Economy Gets Push From an Energetic Young Banker. *The Wall Street Journal*, 22.08. Retrieved from <http://www.wsj.com/articles/SB96689150649454349>
- Smith, J.K., Smith, R.L. (2000). Entrepreneurial Finance. New York: John Wiley & Sons, Inc.
- Soomre Tuisk, T. (2008). Riskikapitali lisandväärtus Eesti ettevõtetele. (Lõputöö). TÜ Pärnu kolledž, Pärnu.
- Stiglitz, J. E. (2000). Economics of the Public Sector. 3rd ed, London: Norton, 828 p.
- Zirnask, V. (2010). Kõige enam köidab Eesti riski- ja erakapitali IT sektor. *Investor & Ettevõtja*, 17, lk 11.
- Teten, D. (2013, 30. märts). Strategies For VCs Increase Startup Success Odds. TechCrunch. Retrieved from <http://techcrunch.com/2013/03/30/the-lower-risk-startup-how-venture-capitalists-increase-the-odds-of-startup-success/>
- Tidd, J., Bessant, J., Pavitt, K. (2006). Innovatsiooni juhtimine. Pegasus.
- Timošova, D. (2006). Eesti väike- ja keskmise suurusega ettevõtete probleemid pangalaenude ja riiklike toetusmeetmete kasutamisel. V. Raudsepp, P. Sander, (toim), Ettevõtte finantsjuhtimine: regionaalaspekt (lk 99-116). Tartu: Tartu Ülikooli Kirjastus.

- Trigon Capital ja Allan Martinson loovad riskikapitalifirma. (2004, september 07). *Postimees*. Loetud aadressil <http://www.postimees.ee/1432451/trigon-capital-ja-allan-martinson-loovad-riskikapitalifirma>
- Valdre, L. (2016, 15. märts) Kümme aastat Arengufondi: suurtest ideedest ettevõtjate karmi kriitikani. *Ärileht*. Loetud aadressil <http://arileht.delfi.ee/news/uudised/-kumme-aastat-arengufondi-suurtest-ideedest-ettevotjate-karmi-kriitikani?id=-73956023>
- Valitsuse kommunikatsioonibüroo. (2016, 26. mai) Valitsus toetas Arengufondi likvideerimist. Loetud aadressil <https://valitsus.ee/et/uudised/valitsus-toetas-arengufondi-likvideerimist>
- Vanham, P. (2015). Which countries have the most venture capital investments? Retrieved from <https://agenda.weforum.org/2015/07/which-countries-have-the-most-venture-capital-investments/>
- Venckuviene, V., Snieska, V. (2014) Government sponsored venture vapital funds and their relation to innovation in Lithuanian SMEs. *Economics and Management* 19 (1).
- Venture capital: how does it work? (2007, 15. mai). BBC. Retrieved from <http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/2940142.stm>

LISAD

Lisa 1. AS SmartCap portfelli kuuluvad ettevõtted

	Ettevõtte nimi	Lühikirjeldus
Tehnoloogia	Thinnect OÜ	Thinnect on maailma esimene ettevõtte, mis pakub Mist Computing tehnoloogiat, mis toob arvutuse võrgu serva sardarvutitesse. Mist Computing on üks Asjade Interneti võimaldajatest, kuna see lahendab mitmeid pudelikaelu, mis on hetkel valdkonna ettevõtetele väljakutseks. Thinnecti tehnoloogia on kasutusel rakendustes juba üle seitsme aasta ning tehnoloogiat on arendatud üle kümne aasta. Thinnect töötab valdkonna juhtivate firmadega, toomaks tehnoloogiat turule.
	Defendec OÜ	Defendec muudab maailma nutikamaks oma “targa tolmu” tehnoloogia abil. Ettevõtte platvorm võimaldab luua väga madala energiatarbega usaldusväärseid autonoomselt seadistatavaid iseparanevaid juhtmevabu sensor-võrke. Pärast toote esmaesitlust 2010.aastal on ettevõtte kasvanud elektroonilise piirirvalvete tehnoloogia turuliidriks. Turvaturu eduka laienmise järel arendab ettevõtte uusi rakendusi Smart Grid ja Smart City kliendirühmadele.
	Fits.me (OÜ-le Massi Miliano kuuluv kaubamärk) - väljunud	Fits.me arendab uudset virtuaalset proovikabiini interneti-rõivapoodidele. Fits.me lahendus võimaldab rõivamüüjatel suurendada käivet ja vähendada tagastustega seotud kulusid. Rakendust kasutavad juhtivad brändid nagu Otto, Gilt Groupe, Hawes & Curtis, Barbour By Mail, Pretty Green, Adidas jt. Fits.me lahendust on tunnustatud mitmete auhindadega ning hiljuti kaasas ettevõtte edukalt uue finantseerimisvooru kapitali.
	GrabCAD OÜ - väljunud	GrabCAD on mehhaanikainseneride kogukond, kus saab jagada kompetentsi, avaradada teadmisi, leida unistuste lahendusi ning töötada rakendustega, mis muudavad elu paremaks. GrabCAD on Arengufondi virtuaalinkubaatori SeedBooster vilistlane, kes on võitnud nii SeedCamp kui TechStars võistlused ning kaasanud 5,1 miljonit USD rahvusvahelistelt juhtivatelt riskikapitalifondidelt.
	Modesat Communications OÜ (kehtiv/muudetud ärinimi Opal Communications OÜ) - väljunud	Modesat Communications on ülekandevõrgu ja tugijaama vahelist kiiret ühendust võimaldava uue modemitehnoloogia arendaja mobiiliseadmete tootjatele. 2011.aastal laiendas ettevõtte oma tegevust avades kontori San Diegos, USAs ning pakkudes insenertehnilist tuge Euroopas, USAs ning partnerite kaudu ka APAC regioonis.
	NOW! Innovations OÜ	NOW! Innovations on tehnoloogiaarendusfirma mis pakub

	Ettevõtte nimi	Lühikirjeldus
	(kehtiv ärinimi RKEJ Invest, eelnevalt muudetud ärinimi Location OÜ) - väljunud	ülemaailmset mobiilimaksete ja arvelduste lahendust. NOW! Innovations'i mobiilimaksed ja arvelduslahendused töötavad kolmel kontinendil ja kaheksas riigis. Ettevõtte on välja töötanud paindliku ning lihtsa arvete tasumisega parkimis- ja EV laadimisteenuse.
	Realeyes OÜ	Realeyes arendab tehnoloogiat, mis võimaldab tavalise veebikaamera kaudu mõõta inimeste emotsioone pakkudes sellega juurdepääsu miljonitele inimestele kümnetes maades. Ettevõtte arendatav tarkvaraplatvorm on juhtiv tööstusharus – seda võib võrrelda silmaliikumiste ja emotsioonide mõõtmise Google Analytics'iga.
	Cleveron AS (endised ärinimed Smartpost OÜ; Infero Logistika OÜ)	Cleveron (endine SmartPost) pakub maailma kaasaegseimat ja efektiivseimat postipakkide logistikalahendust. Ettevõtte ehitas Eestis üles pakiterminalide pilootvõrgu ja müüs selle edukalt Soome logistikaettevõttele, Itella Logistics, kellega koos rakendatakse uudset lahendust nii Baltikumis kui Soomes. Samaaegselt toimub koos partneritega üle 100 terminaliga pilootvõrgu arendus Venemaal.
	Sportlyzer OÜ	Sportlyzer on uue põlvkonna virtuaaltreener, kelles on ühendatud erinevad tehisintellekti elemendid sportlaste ja treenerite koostöö paremate tulemuste saavutamiseks. Tänu rakendusele saavad sportlased personaalset nõustamist, jälgida oma arengut ning jagada selle tulemusi. Sportlyzer on Eesti Arengufondi virtuaalinkubaatori SeedBooster ja SeedCampi vilistlane.
	Wise Guys Investment OÜ	Startup Wiseguys on Eesti esimene rahvusvahelise ärikiirendi programm, mis loodi Eesti startup ökosüsteemi kõigi oluliste osalejate ühise pingutuse tulemusel, et tuua siia piirkonda parimaid rahvusvahelisi nõustajaid ning kaasata andekaid ettevõtjaid kogu Ida-Euroopast. Ärikiirendi programmi finantseerivad Eesti Arengufond ja äriinglid.
	CX Cloud Services OÜ	Cloutex on tarkvara, mis integreerib ettevõtte veebirakendusi omavahel ning sünkroniseerib andmed kõikides rakendustes üheaegselt tagades informatsiooni ühtsuse ja välistades manuaalse andmete üle sisestamise.
	Lingvist Technologies OÜ (endine ärinimi Keel 24 OÜ)	Lingvist on uuenduslik veebipõhine keeleõppeprogramm, mis aitab sul kiiremini õppida. Lingvist kasutab hiigelsuuri andmemahte ja statistilist analüüsi, et leida, kui sageli teatud sõnu keeles tegelikult kasutatakse, ning õpetab sulle ainult kasulikku sõnavara. Lingvist jagab keeleteadmised väikesteks õppetükkideks, mille iga õppija saab omandada just talle kõige sobivamas ja tõhusamas järjestuses.
	Jobbatical OÜ	Jobbatical on platvorm, mis viib kokku oma ala professionaalid, kes soovivad leida oma igapäevasele karjäärile 3-12 kuu vältel vaheldust ja tööandjad, kes otsivad lühiajalisteks projektideks spetsialiste.
Bi	Monese Ltd	Monese pakub uuenduslikku digitaalset pangandusteenust, mis võimaldab eraisikutel mobiilirakenduse kaudu ilma pangakontoris minemata avada konto vaid mõne minutiga.
	WeatherMe OÜ	VitalFields on põllumeestele mõeldud teenus põlluraamatu täitmiseks, ressursside juhtimiseks, täpseks ilmaennustamiseks

	Ettevõtte nimi	Lühikirjeldus
		ja taimehaiguste prognoosimiseks.
	BiotaP OÜ	BiotaP keskendub mikrobioloogilise testimise uudse platvormi arendamisele ning metagenoomilistel andmetel tuginevate kõrge läbilaskevõimega testisüsteemide tootmisele. Ettevõtte poolt rakendatavad testid võimaldavad metagenoomi analüüsile tuginedes hinnata keskkonna tervist ja seisundimuutust kiiresti ja lihtsalt mõõtes spetsiifiliste mikroorganismide kogust pinnases, vees, õhus, toidus või mujal.
	Cellin Technologies OÜ	Cellin Technologies on välja arendanud tehnoloogia inimese kudetest või luuüdist eraldatud tüvirakkude senisest kiiremaks kasvatamiseks raviprotseduuriks sobivateks koepreparaatideks. Ettevõtte näeb olulist turgu muuhulgas ka kosmeetilise meditsiini (näonaha silendamine) ja regeneratiivmeditsiini (näiteks liigesekõhre taastamine) valdkonnas.
	Selfdiagnostics OÜ	SelfDiagnostics (INTIME) on tehnoloogiaettevõtte, mille eesmärgiks on arendada ja tuua turule kodus kasutatav meditsiiniline multifunktsionaalne kiirtest nakkushaiguste tuvastamiseks kehavedelikest. Fookuses on sugulisel teel levivate haiguste tuvastamine kiirtestimiseseadmete abil, mis on mõeldud kasutamiseks nii kodus keskkonnas kui ka vajadusel arsti juuresolekul.
Energeetika	Goliath Wind OÜ	GOLIATH Wind arendab senisest odavamalt ning tõhusamat uut tüüpi tuuleturbiini, mis võimaldaks langetada tuuleenergia hinda ca 20%. 3MW võimsusega turbiini 12-faasiline ringgeneraator on passiiv-jahutusega ning koosneb käsitsi vahetatavate varuosadega moodulitest.
	My!WIND OÜ	MyWind! arendab väikesi 2-10 kW võimsusega tuuleturbiine erakasutamiseks piirkondades, kus ühendused elektrivõrguga kas puuduvad või on väga kulukad.

Lisa 2. Riskikapitali lisandväärtuse küsimustik

1. Ettevõtte nimi

2. Milliseks hindate riskikapitalisti kaasamise kasulikkust enda ettevõttele?

- ☐ a) pigem mittetulusaks
☐ b) vähetulusaks
☐ c) neutraalseks
☐ d) kasulikuks
☐ e) väga kasulikuks

muu (täpsusta)

3. Kas riskikapitalist vastas investeerimisprotsessi käigus Teie ootustele?

- ☐ a) jah
☐ b) enamasti
☐ c) ei vastanud

4. Millist liiki lisandväärtust andis riskikapitalist ettevõttele kõige enam? (1-abi/panus puudus, 5-abi/panust väga palju)

	1	2	3	4	5
a) rahalise kapitali pakkumine	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
b) ettevõtte usaldusväärsuse kasvatamine	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
c) aktiivselt ettevõtte nõukogu töös osalemine	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
d) ettevõtte kontaktide loomine	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
e) ettevõtte strateegia kujundamine	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
f) ettevõtte turundussüsteemi arendamine	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
g) ettevõtte juhtimissüsteemi arendamine	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
h) ettevõtte finantssüsteemi arendamine	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

	1	2	3	4	5
i) tehnoloogiate väljatöötamine	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
j) ettevõtte tootmissüsteemide arendamine	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
k) ettevõtte personali värbamine	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
l) ettevõtte igapäevatoos osalemine	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

5. Kui aktiivselt osales riskikapitalist Teie ettevõtte juhtimises?

- ☐ a) väga aktiivselt
☐ b) aktiivselt
☐ c) keskmiselt
☐ d) vähe
☐ e) väga vähe
☐ f) mitte üldse

muu (täpsusta)

6. Kas Teie ettevõtte majandusnäitajad on paranenud riskikapitali investeeringule järgnevatel aastatel?

- ☐ a) jah
☐ b) ei

muu (täpsusta)

7. Miks otsustas Teie ettevõtte kaasata arenguks just Arengufondi/AS SmartCap poolt pakutavat riskikapitali investeeringut?

Lisa 3. AS SmartCap portfelli haldurid

Fund Manager	
Andrus Oks	<p>Andrus Oks is specialising in early stage digital investments in Estonia. He is the first VC investor and current board member in: Lingvist, Realeyes, SelfDiagnostics, Sportlyzer, and Startup Wise Guys. He also serves on the board of Defendec. He was the first VC investor in Fits.me (acquired by Rakuten), GrabCAD (acquired by Stratasys) and Modesat (acquired by Xilinx). Andrus is an investment committee member of Startup Wise Guys and a committee member of Prototron. Previously, Andrus was CEO of Myoton, an Estonian medtech company.</p> <p>Mr. Andrus Oks serves as an Investment Manager at AS SmartCap. He joined SmartCap in 2009 and specializes in early stage digital investments in Estonia. Previously, he served as a Fund Manager at the firm. He is an Advisor and Member of the Board of Directors at Startup Wise Guys. Previously, Mr. Oks was an Investment Manager at Estonian Development Fund, which he joined in January 2009. Prior to joining SmartCap, he was Chief Executive Officer/Shareholder of Myoto. Mr. Oks used to work as the Executive Director at OÜ Müomeetria. He is still a Member of the Board, leading the innovative medical device Myoton's commercialization from 2003 to 2008. Mr. Oks compiled and implemented a development program as a result of which a new medical device was brought to the market. In order to do that, he created a multi-disciplinary team, developed a cooperation network consisting of international resellers and research institutions and included venture capital and support from the governmental measures. Mr. Oks also compiled a next-generation Myoton development project, targeted at the market of mass consumer which financing was approved by pan-European program EUROSTARS. In addition, he achieved a partnership in the 7th European Framework project MyoAge. Mr. Oks speaks fluent English and can speak Russian as well. He holds M.A. degrees in Economics and Finance from Clark University, USA and Tartu University, Estonia. Mr. Oks started his university studies at the University of Tartu and gained a Bachelor and Master's degree in Economics with focus on Finance and Foreign Economy.</p>
Stanislav Ivanov	<p>Stanislav has a strong background from telecom and IT industries having led teams involved in innovative projects. He has worked on bringing such products to the market as SMS and WAP services in late 90s and</p>

	implemented biometric face recognition solutions for governmental security systems. He also knows the pain and joy of being an entrepreneur as an owner of a small trading company specializing in educational toys. Stanislav values the balance of mind and body and is actively engaged in various sports, especially passionate about kitesurfing, snowboarding and mixed martial arts.
Indrek Kelder	Indrek is an investment expert at SmartCap AS. He has many years of experience in working with startups. Indrek knows everything there is to know about business models, customer development, investor relations and startup finances. Indrek is also a member of the supervisory board at Cleveron.

SUMMARY

THE NON-FINANCIAL ADDED VALUE TO PORTFOLIO COMPANIES OF SMARTCAP AS THE MANAGEMENT COMPANY OF ESTONIAN NATIONAL VENTURE CAPITAL FUND

Pille Lõhmus

When weighing the different options available for financing the company's development, one can notice several considerable advantages of venture capital involvement. If the entrepreneur wishes to inject the company with experience as well as financial capital while expanding the network of useful contacts, venture capital is indeed a better option. Do the expected non-monetary added value and financial capital advantages meet the expectations of a state venture capital portfolio company? This is the question studied by the author of this thesis through examination of the practice of portfolio companies and fund managers of AS SmartCap, the Estonian national venture capital fund supervision company.

The Bachelor's Degree thesis focuses on assessment of the non-monetary added value gained from venture capital investments, as viewed by several portfolio companies that received such investments and by several venture capital fund managers. The author deemed it necessary to research the non-monetary added value gained from venture capital investments from the viewpoints of both sides of the process because the previous venture capital surveys conducted in Estonia contained inferences based only on the opinions expressed by representatives of the companies that had received venture capital investments. Therefore, the author set the goal of determining how the activities of the fund managers of the Development Fund (Arengufond) subordinated to AS SmartCap – the Estonian national venture capital fund supervision company – have

affected the efficiency of the portfolio companies with venture capital investments in the context of non-monetary added value.

To achieve this goal, the author relied on both a theoretical overview of venture capital in general and the aspect of its non-monetary added value and on the previous applicable surveys conducted in Estonia that examine the results, both monetary and non-monetary, achieved by various companies from venture capital involvement. The author then compared the earlier results with those obtained in the course of working on the thesis. Eventually, the author would conclude whether the opinions of the portfolio companies with venture capital involvement have changed over the years. The author emphasises two major advantages of this study: the extensive period it covers and the usage of a predominant part of the opinions from the overall sample. Many of the examined portfolio companies received their venture capital investments some 5-7 years ago, which is why the aggregate opinion reflects different stages of the venture capital involvement process.

The overall sample for the analysis consists of all 20 companies from the portfolio of AS SmartCap. 14 of those companies (i.e. 70% of the overall sample) provided feedback with their opinions on the received venture capital investments. The author also approached three portfolio managers of AS SmartCap for interviews in order to ascertain the opinions of venture capital providers. Two of the three portfolio managers provided feedback.

Having analysed the answers to the questions posed, the author determined that the respondents from the companies with venture capital involvement attached primary importance to the monetary added value aspect, and in most cases had not even set the goal of achieving non-monetary added value when planning for the venture capital investment. That is why in 71% of the cases the company representatives replied that the venture capital involvement had brought the desired results. In the course of examining different types of non-monetary added value of venture capital involvement (improved company trustworthiness, active Supervisory Board participation, establishment of new contacts, company strategy formulation, company marketing system development, company management and financial system development, implementation of new technologies, personnel recruitment and more active daily

work), it became evident that the company representatives assessed eight of the ten criteria of non-monetary added value of venture capital investments as either lacking or somewhat lacking. Most critical were the responses about the implementation of new technologies, personnel recruitment and more active daily work. In the comments, it was pointed out that state-run venture capital investments and their management have serious shortcomings due to the incompetence of participants with no experience of business enterprises.

The highest marks were given to these types of non-monetary added value of venture capital involvement: improved company trustworthiness and active Supervisory Board participation.

Prior to commencing the study, the author assumed that, as venture capital investments have been made in Estonia over more than 20 years, the venture capitalists must have increased their input to the non-monetary added value aspect of providing venture capital to the portfolio companies, with this increase being achieved through constant monitoring and experience accrual. But the study results have demonstrated that, when compared to the previous venture capital surveys conducted in Estonia that covered the non-monetary added value aspect of venture capital provision, it was the portfolio company representatives whose average opinion of the non-monetary added value aspect was now lower in half of criterias.

The replies of the portfolio company representatives revealed critique aimed primarily at the venture capital fund's strategy and input. The entrepreneurs remarked in their comments that the non-monetary added value aspect in Estonia differs considerably for the two venture capital investment parts: the state's input and that of the private capital/co-investors. The entrepreneurs assert that the management of state venture capital investment has shortcomings because the corresponding regulations and criteria are substantially different from their private-capital counterparts stipulated by the co-investors. Furthermore, the investment decision-makers have little business enterprise experience or competence. The most positive venture capital feature in the opinion of those respondents was the monetary value aspect with increased company trustworthiness. In that context, it was mainly pointed out that investments with state participation facilitate private capital involvement. The respondents mentioned that

state-provided capital is always a good indicator of the company's solid reputation today and for attracting future investments. As Estonian business enterprises often lack sufficient capital, AS SmartCap is frequently approached namely for greater capital involvement. It was also stressed by the respondents that the companies try to engage alternative sources of financing whenever possible because the obtained added value is purely financial for the most part, which does not outweigh the eventual cost of this method of financing for the companies.

Another important conclusion derived from the received replies is that the volume of venture capital available to foster the growth of promising companies in Estonia is insufficient, which is why such companies involve local venture capital with state participation at the early stages of their development with the aim of moving out to larger markets. It is extremely difficult for a startup to attract additional capital from abroad, so the good reputation gained from domestic state investments will boost the company's international trustworthiness. At the same time, the responding entrepreneurs neither appreciate nor anticipate the importance of non-monetary input because they are predominantly convinced that the local venture capitalists do not possess the necessary experience in innovative growth sectors to create non-monetary added value for the portfolio companies too. That opinion was to some extent shared by the fund managers from AS SmartCap. It is their view that the non-monetary input received by their portfolio companies is unsteady and, as a rule, those portfolio companies operate in very narrow and specific fields, of which the companies themselves clearly know much more than their investors. That is why the venture capitalists cannot offer such companies substantial non-monetary added value.

The author believes that the most negative issue is the fact that AS SmartCap operates without a developed scheme for the collection of constructive feedback from the portfolio companies regarding the consultations provided by AS SmartCap and subsequent improvement of the operational strategy in the context of ensuring that the investments result in more non-monetary added value. Although the fund managers mentioned that they try to assess the quality of their recommendations by whether they are taken into account and by how they affect business results, there is no results monitoring system in place apart from checking the financial figures.

The author concludes that it would be difficult to offer a single solution to the raised problems, but the survey results clearly point to the ongoing need for venture capital provision on a national level. It is important to enhance efficiency by engaging specialists with international business experience and competence in particular activity fields as well as investment managers with excellent financial knowledge. It is also vital to gather more and better quality feedback about results of venture capital non-monetary added value improvement in addition to the monitoring of financial figures for the purpose of supporting the emergence of a more productive enterprise policy.

Lihtlitsents lõputöö reprodutseerimiseks ja lõputöö üldsusele kättesaadavaks tegemiseks

Mina, Pille Lõhmus,

1. annan Tartu Ülikoolile tasuta loa (lihtlitsentsi) enda loodud teose

„Eesti riikliku riskikapitalifondi fondivalitseja AS SmartCap mittemateriaalne panus portfelli ettevõtete arengule“,

mille juhendaja on Margus Kõomägi,

1.1. reprodutseerimiseks säilitamise ja üldsusele kättesaadavaks tegemise

eesmärgil, sealhulgas digitaalarhiivi DSpace-is lisamise eesmärgil kuni autoriõiguse kehtivuse tähtaja lõppemiseni;

1.2. üldsusele kättesaadavaks tegemiseks Tartu Ülikooli veebikeskkonna kaudu,

sealhulgas digitaalarhiivi DSpace'i kaudu kuni autoriõiguse kehtivuse tähtaja lõppemiseni.

2. olen teadlik, et punktis 1 nimetatud õigused jäävad alles ka autorile.

3. kinnitan, et lihtlitsentsi andmisega ei rikuta teiste isikute intellektuaalomandi ega isikuandmete kaitse seadusest tulenevaid õigusi.

Pärnus, 15.05.2017